



GBC Cashwertestudie 2008

03.12.2008

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 34b WpHG auf Seite V



I. Vorwort

Seit knapp eineinhalb Jahren tobt nunmehr die Finanzkrise auch hierzulande am Kapitalmarkt und hinterlässt nicht nur dort sichtbare Spuren. Auch das produzierende Gewerbe und der übrige Dienstleistungssektor bekommen nunmehr die Auswirkungen operativ deutlich zu spüren. Als Folge zeigte sich in den letzten beiden Quartalen in Deutschland eine rückläufige, rezessive Wirtschaftsentwicklung. Ein Ende des Abschwungs erwarten führende Volkswirte nicht vor Mitte 2009. Pessimisten hingegen sprechen gar von einer mehrjährigen weltweiten Rezession und sehen erste Lichtblicke nicht vor 2012.

Wenig verwunderlich, dass es mittlerweile zu einem Umdenken in den Köpfen der beteiligten Politiker, Unternehmer und Wissenschaftler kommt. Wurde einst der absolut freie Kapitalmarkt favorisiert, welcher sich selbst reguliert, schreitet man nun ein Stück in der Entwicklung voran und stellt fest, dass so manche Innovation der letzten Jahre doch nichts anderes war, als ein Konstrukt, bestehende Risiken zu verbergen. Der Investor, gleichgültig ob er nun als Aktionär, Kunde oder letztendlich auch Steuerzahler fungierte, wurde dabei oftmals um seine marktgerechte Risikoprämie betrogen.

Relativ einfach lässt sich dies an der Finanzierungsstruktur eines Unternehmens verdeutlichen. So birgt etwa eine Gesellschaft, welche primär über langfristig bereitgestelltes Fremdkapital in heimischer Währung verfügt, wesentlich geringere Risiken als ein Unternehmen, welches sich eher kurzfristig, bzw. nicht fristgerecht, oder gar in Fremdwährung verschuldet hat. Gänzlich ohne Finanzierungsrisiken präsentieren sich gar Unternehmen, welche vollständig ohne Fremdmittel auskommen. Hier wurde jedoch seitens der Renditevorstellung der Investoren oftmals keine Unterscheidung vorgenommen. Vielmehr bevorzugten Anleger wegen des Leverage hochverschuldete Gesellschaften. Das damit verbundene Risiko wurde aufgrund der vorangegangenen langen Niedrigzinsphase und internationalen Geldmengenausweitung nicht mehr adäquat bepreist.

Unternehmen mit hoher Eigenkapitalquote oder gar mit üppigen Liquiditätsreserven waren unter dieser fehlerhaften Perspektive wenig lukrative Investments. Dies ändert sich nun allerdings rapide. Denn Kapital ist derzeit nicht nur hierzulande sondern auch global zu einem scheuen Reh avanciert. Unternehmen mit Finanzierungslücken kämpfen international ums Überleben und können teils nur noch durch massive Eingriffe des Staates vor der Insolvenz gerettet werden. Expansionen oder Akquisitionen werden zudem trotz historisch niedriger Unternehmensbewertungen immer schwieriger, zumal die Eigenkapitalfinanzierung meist verbaut ist und die Creditspreads, sofern man denn überhaupt noch kreditwürdig ist, deutlich ansteigen.

Im Vorteil sind daher all jene Unternehmen, die über eine gesunde oder gar überproportionale Liquiditäts- bzw. Eigenkapitalbasis verfügen, als auch operativ erfolgversprechend positioniert sind. Genau auf diese Faktoren wurde sich in der durch unser Haus durchgeführten Cashwertestudie konzentriert. Den Fokus haben wir dabei bewusst auf unseren Kernmarkt, deutsche Nebenwerte gelegt, um ein bestmögliches kompetentes und valides Ergebnis zu erzielen. Daher haben wir die Nettoliquidität, neben dem bereinigten Eigenkapital als maßgebliche Kennzahlen gewählt.

Als Resultat unserer Studie konnten wir 32 Unternehmen eruieren, die über einen außerordentlich hohen Nettocashbestand verfügen und derzeit zudem überwiegend unter ihrem aktuell bereinigten Buchwert am Kapitalmarkt notieren. Diese günstigen Bewertungsniveaus sind dabei, gemäß unserer Einschätzung, im Wesentlichen nicht der aktuellen Geschäftsentwicklung geschuldet, sondern resultieren vielmehr aus der am Kapitalmarkt derzeit herrschenden Verunsicherung, die insbesondere bei Nebenwerten zu teils erheblichen Kurseinbrüchen geführt hat. Wir sind allerdings zuversichtlich, dass es hinsichtlich der teils gravierenden Unterbewertung am Aktienmarkt in den folgenden Monaten zu einer Normalisierung kommen wird.

Es ergibt sich aus der Historie, dass Bewertungsniveaus unterhalb des Wiederstellungswertes nur bedingt Bestand haben werden. Erste Anzeichen einer Annäherung an angemessene Bewertungsniveaus sind bereits in einer erhöhten Übernahme-

meaktivität bei der fokussierten Zielgruppe zu erkennen. Dabei ist sowohl eine sich belebende Übernahmetätigkeit der Unternehmen selbst, die aufgrund ihrer günstigen Finanzierungssituation die historischen Tiefkurse zum Einstieg nutzen können, als auch die Akquisitionstätigkeit anderer Marktteilnehmer, die sich neben einem operativen Geschäft auch gleich noch hohe Liquiditätsbestände mit erwerben können, zu beobachten.

In Summe sehen wir daher eine nicht zu vernachlässigende Gelegenheit, günstig und zielgerichtet am Aktienmarkt zu investieren. Dass diese Strategien schlussendlich für den Investor aufgehen, konnten wir bereits in den letzten Jahren mit unserer im November 2002 veröffentlichten ersten Cashwertestudie aufzeigen. In dieser Zeit, nämlich vom 01.11.2002 bis zum 7.11.2008, hat der Dax eine Rendite von 56,02 % erzielt. Im gleichen Zeitraum haben unsere Cashwerte den deutschen Leitindex deutlichst outperformt, und zwar mit einer Rendite von erstaunlichen 77,96%.

Christoph Schnabel

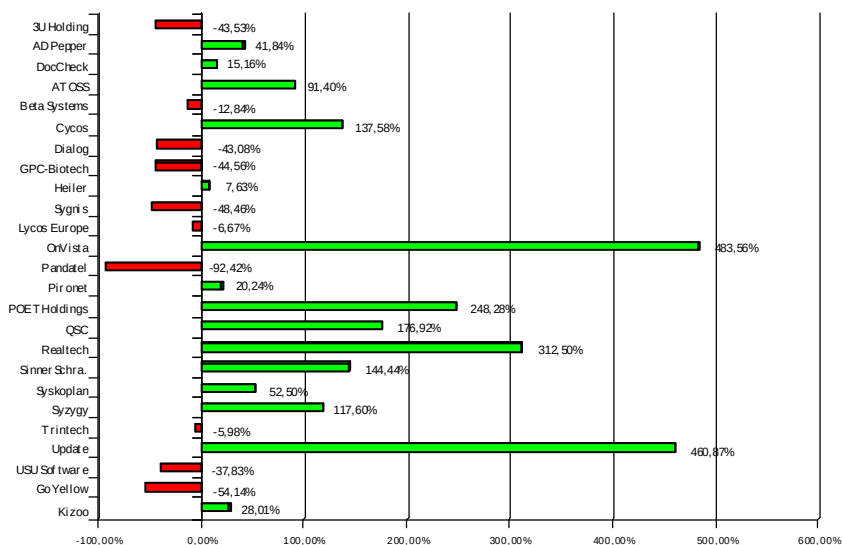
Dipl. Betriebswirt (FH)
Vorstand
GBC AG

II. Rückblick/ Auswertung der Cashwertestudie 2002

Ziemlich genau vor 6 Jahren haben wir unsere letzte Cashwertestudie "Cashwerte am Neuen Markt - Cash is King?" erstellt und zwar nach dem letzten großen Börsencrash in Deutschland, der mit dem Platzen der New-Economy-Blase und dem Niedergang des "Neuen Marktes" einherging. Damals wie heute gab es Kursverluste auf breiter Front und die Welt stand, laut einhelliger Meinung von Analysten, Volkswirten etc., wieder einmal am Abgrund.

In der derzeitigen Krise haben nicht die Dotcom's, sondern die Finanzwerte besonders extrem verloren und durch die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Weltkonjunktur auch nahezu alle anderen Branchen mit nach unten gerissen. Selbst eine Citigroup, einst größte Bank der Welt, steht bei Kursniveaus, die seit dem Jahr 1991 nicht mehr gesehen wurden. Denn keiner weiß genau, was noch kommen kann. Und der Markt fürchtet schon die nächste Kreditkrise, die "Kreditkartenkrise". Und jeder weiß, dass besonders die Amerikaner seit Jahren stark auf Kredit leben, sodass, etwas krass ausgedrückt, Kreditkarte Nr. 10 die Kreditkarten Nr.1 – 9 finanziert.

Der Markt schreit geradezu nach Liquidität, welche aber anscheinend derzeit nicht einmal die Notenbanken befriedigen können. Eine Sache wird sich also wieder einmal aufs Neue beweisen, CASH IS KING. Dieser Ansatz hat sich in der Auswertung unserer Cashwertestudie von 2002 erfreulicherweise erneut bewiesen, wie folgende Graphik mit den von uns damals empfohlenen Werten veranschaulicht.



In dieser Zeit, nämlich vom 01.11.2002 bis zum 07.11.2008 haben die empfohlenen Cashwerte eine erstaunliche Performance von 77,96% erzielt und damit auch den deutschen Leitindex deutlich outperformt (56,02%). Besonders wichtiger Performancetreiber waren die Dividendenausschüttungen. So haben zahlreiche Unternehmen über die Zeit neben ordentlichen Dividenden auch außerordentliche Sonderausschüttungen vorgenommen. Der erreichte Erfolg bestätigt unsere "Cashwerte Strategie", im schwierigen Marktumfeld auf Unternehmen mit hohen liquiden Mitteln, starker Substanz, guter Finanzierungsstruktur und gleichzeitig günstiger Bewertung zu setzen.

Manuel Hölzle

Dipl.Kfm.,
Vorstandsvorsitzender
GBC AG



Konferenzkalender 2009

Datum	10.03.2009	April/ Mai 2009	27.08.2009	08. & 09.12.2009
Konferenz	I. DCK Deutsche Cash-Werte Konferenz	VII. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz	IV. IFF Investment Forum Frankfurt	VIII. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz
Ort	München	SOFITEL Munich Bayerpost	Le Meridien Parkhotel Frankfurt	SOFITEL Munich Bayerpost



Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	I
Rückblick / Auswertung	II

Unternehmen:

ad pepper Media N.V.....	1
adesso AG.....	3
Alphaform AG.....	5
Altira Group AG.....	7
ATOSS Software AG.....	9
BDI BioDiesel AG.....	11
Capital Stage AG.....	13
CEAG AG.....	15
curasan AG.....	17
Dialog Semiconductor Plc.....	19
DocCheck AG.....	21
Fabasoft AG.....	23
HanseYachts AG.....	25
Heiler Software AG.....	27
HOTEL.DE AG.....	29
Hyrican Informationssysteme AG.....	31
Kizoo AG.....	33
Lycos Europe N.V.....	35
MAGIX AG.....	37
mediantis AG.....	39
NorCom Information Technology AG.....	41
Orad Hi-Tec Systems Ltd.....	43
Pironet NDH AG.....	45
Realtech AG.....	47
SAF Simulation, Analysis and Forecasting AG.....	49
SCM Microsystems Inc.....	51
SFC SMART FUEL CELL AG.....	53
Syzygy AG.....	55
USU Software AG.....	57
Valor Computerized Systems Ltd.....	59
VERBIO Vereinte BioEnergie AG.....	61
Viscom AG.....	63

Anhang

Kennzahlen Erläuterung.....	III
Disclaimer und Risikohinweis	IV
Offenlegung	V



Nettocash: 1,69**

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 1,40

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: NL0000238145

WKN: 940883

Börsenkürzel: APM

Aktienanzahl³: 11,365

Marketcap³: 15,91

EnterpriseValue³: -1,84

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 58,3 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

EQUINET AG

Analysten:

Leipold Philipp

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

ad pepper Media N.V.

Unternehmensprofil

Branche: Medien

Fokus: Online-Marketing

Mitarbeiter: 246 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1999

Firmensitz: Nürnberg

Vorstand: Ulrich Schmidt, Jens Körner, Michael
Carton



Die ad pepper Media N. V. mit Sitz in Nürnberg ist einer der führenden Online-Werbevermarkter mit 16 Niederlassungen in 10 europäischen Ländern und in den USA. Derzeit beschäftigt ad pepper über 250 Mitarbeiter weltweit. Dem Online-Werbemarkt werden für die kommenden Jahre überproportionale Wachstumsraten prognostiziert und ad pepper ist hier mit der internationalen Positionierung und einem breiten Produkt- und Technologiespektrum bestens positioniert, um an den hohen Wachstumsraten zu partizipieren. So gehen die Prognosen von Marktforschungsunternehmen beispielsweise davon aus, dass das Volumen der Online-Werbung bis 2011 den Bereich der Printwerbung in den USA überholt haben soll. In Europa lag das Marktvolumen für Online-Werbung bei rund 6 Mrd. € und soll bis 2011 auf 8,3 Mrd. € ansteigen.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	41,69		50,61	
EBITDA	7,80	18,7%	6,35	12,5%
EBIT	5,82	14,0%	3,77	7,4%
Jahresüberschuss	5,31	12,7%	2,58	5,1%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	23,67		
Nettocash (unbereinigt)	23,67	Nettocash (bereinigt)	19,24
Eigenkapital (bereinigt)	37,25	KBV (bereinigt)	0,43
operativer Cashflow (12m)	-1,30	Free Cash Flow (12m)	-2,65

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	2,28	Cashburnrate in Jahren	7,27
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	29,10
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			148,8%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			120,9%

Finanztermine

31.03.2009: Veröffentlichung GJ-Bericht

ad pepper Media N.V.

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Leichter Umsatzzuwachs und hoher Sonderertrag aus Verkauf dMarc

In den ersten neun Monaten 2008 erzielte ad pepper Media N. V. einen Umsatzzuwachs von 36,02 Mio. € auf 38,17 Mio. €. Während sich die Umsätze in den Regionen Deutschland, Frankreich und in den USA mit 10,90 Mio. € (VJ: 13,66 Mio. €) rückläufig entwickelten, konnten die Umsatzerlöse in dem Rest von Europa auf 27,27 Mio. € (VJ: 22,37 Mio. €) gesteigert werden. Ein wichtiger Wachstumstreiber in den ersten neun Monaten 2008 war das Affiliate-Netzwerk Webgains.

Das EBIT fiel bedingt durch Ertrag aus dem Verkauf der dMarc mit 1,85 Mio. € (VJ: 2,81 Mio. €) positiv aus. Bereinigt um den Sonderertrag lag das Ergebnis im negativen Bereich. Außerordentliche Abschreibungen von rund 1,5 Mio. € im Zusammenhang mit den Akquisitionen von Crystal Reference Systems und von mediasquares belasteten das operative Ergebnis einmalig. Der Gewinn je Aktie (EPS) lag nach den ersten drei Quartalen 2008 bei 0,30 € gegenüber 0,24 € im Vorjahr. Das zweite Halbjahr ist bei ad pepper traditionell das stärkere. Vor allem im Schlussquartal erreichen die Werbeausgaben ihren Höhepunkt. Nachdem die Restrukturierungen nunmehr soweit abgeschlossen sind, gehen wir von positiven Free Cash Flows im kommenden Quartal aus.

Bewertung anhand der Kennzahlen der ad pepper media zum 30.09.08

Ein großes Plus bei ad pepper ist der hohe Substanzwert und die hervorragenden Bilanzrelationen. ad pepper verfügt zum 30.9.2008 über ein Eigenkapital von 58,67 Mio. €, dem auf der Aktivseite 26,93 Mio. € an immateriellen Vermögenswerten gegenüberstehen. Die Eigenkapitalquote beläuft sich auf 84,5 %. Das bereinigte Eigenkapital lag bei 37,56 Mio. €, was einem Buchwert je Aktie von 3,36 € entspricht. Die liquiden Mittel zuzüglich der Wertpapiere, die ad pepper zum 30.9.2008 mit 23,62 Mio. € ausgewiesen hat, liegen damit deutlich über der aktuellen Marktkapitalisierung (Kurs von 1,50 €). Die Wertpapiere von 17,00 Mio. € sind überwiegend konservativ in Termingeldern, Spareinlagen und Unternehmensanleihen angelegt. Die bereinigte Nettoliquidität haben wir mit 19,24 Mio. € errechnet, was einer Nettoliquidität je Aktie von rund 1,70 € entspricht. Der operative Cash Flow konnte in 2008 gegenüber dem Vorjahr leicht verbessert werden und betrug -0,85 Mio. € (VJ: -1,43 Mio. €). In den Jahren 2006 und 2007 erzielte ad pepper einen Free Cash Flow von 0,80 Mio. € bzw. -4,99 Mio. €.

ad pepper kam dieses Jahr zugute, dass bereits in 2006 ein Anteil von knapp 10 % an der dMarc Broadcasting an Google verkauft wurde. Nachdem ad pepper hier schon in 2006 und 2007 Kaufpreistraten erhielt, wurde im zweiten Quartal 2008 eine weitere Meilensteinzahlung von 8,6 Mio. € überwiesen. Und es besteht durchaus die Möglichkeit, dass im Zusammenhang mit der Veräußerung der dMarc noch eine weitere Meilensteinzahlung von Google im nächsten Jahr in einer ähnlichen Größenordnung fällig wird.

Fazit – Wachstum im Bereich der performancebasierten Werbung

Bei Kursen unter 1,80 € schätzen wir die Risiken bei der Aktie der ad pepper media als sehr begrenzt ein. Die Marktkapitalisierung ist vollständig durch die liquiden Mittel abgesichert und die Gesellschaft wird nach unserer Einschätzung im kommenden Jahr in der Lage sein, die Investitionen aus dem laufenden Cash Flow zu finanzieren. Hinzu kommt die Phantasie einer weiteren Meilensteinzahlung durch Google in signifikanter Höhe.

Über drei Viertel der Umsätze erzielt die Gesellschaft durch erfolgsbasierte Vermarktungslösungen, d. h. Webgains (Affiliate Marketing), ad.agents (search engine marketing), iLead (Interessentengewinnung) und iSense (Semantisches Targeting). Die Konjunkturabschwächung könnte sich bei Kunden negativ auf die Werbedudgets auswirken. Allerdings lassen Budgetabwanderungen aus den klassischen Werbemedien hin zu den Onlinemedien eine geringere Sensitivität des Onlinemarktes gegenüber kundenseitigen Budgetkürzungen erkennen.

Nettocash**: 0,24

**je Aktie

aktueller Kurs: 0,63

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005493704

WKN: 549370

Börsenkürzel: BV9

Aktienanzahl³: 40,002

Marketcap³: 25,20

EnterpriseValue³: 19,90

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 37,0 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr:

Designated Sponsor:

BW Bank AG

Analysten:

Filker Cosmin

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

adesso AG

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

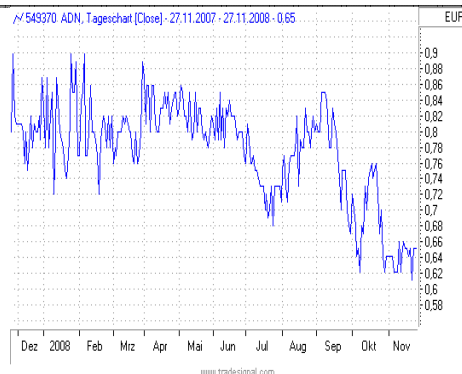
Fokus: IT-Dienstleistungen, Systemintegration

Mitarbeiter: 568 Stand: 30.6.2008

Gründung: 2007

Firmensitz: Dortmund

Vorstand: Rainer Rudolf



Die adesso AG ist im August 2007 durch die Verschmelzung der börsennotierten Gesellschaften BOV AG mit der adesso AG entstanden. Das damit neu entstandene Unternehmen ist der Linie der beiden Gesellschaften treu geblieben und offeriert im Markt der IT-Beratung und Systemintegration individuelle Kundenlösungen zur Optimierung der Geschäfts- und Informationsprozesse. Das Dienstleistungsportfolio von adesso umfasst dabei die gesamte Bandbreite eines erfolgreichen e-Business, von der Vermittlung fachlichen Know-Hows bis hin zur Implementierung langlebiger Software-Architekturen. Diese Leistungen werden in den Segmenten IT-Services (Beratung und Softwareentwicklung) und IT-Solutions (Branchenlösungen und Content Integration) unterteilt. Die Kunden des Unternehmens sind vornehmlich Unternehmen aus dem Versicherungs-, Banken- und Gesundheitswesen sowie heimische als auch ausländische Lotteriegesellschaften. Namhafte Unternehmen wie etwa Allianz, Bayer, Daimler, AOK, Commerzbank und MAN sprechen für eine stabile Kundenbasis.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	27,42		45,65	
EBITDA	2,88	10,5%	5,31	11,6%
EBIT	3,20	11,7%	3,20	7,0%
Jahresüberschuss	1,55	5,7%	2,43	5,3%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	12,70		
Nettocash (unbereinigt)	9,64		
Eigenkapital (bereinigt)	16,96	KBV (bereinigt)	1,49
operativer Cashflow (12m)	5,08	Free Cash Flow (12m)	2,65

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	4,14	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	18,06%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			38,2%

Finanztermine

März 2009: Veröffentlichung GJ-Bericht	November 2009: Veröffentlichung 9M-Bericht
Mai 2009: Veröffentlichung HJ-Bericht	
August 2009: Veröffentlichung HJ-Bericht	

adesso AG**Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Erfreuliche operative Entwicklung**

Die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres sind bei der adesso AG erneut durch ein starkes Umsatzwachstum, das hauptsächlich aus den Kernbranchen generiert werden konnte, geprägt. Insgesamt konnten die Umsätze gegenüber dem Vorjahreswert um 67,6 % auf 47,86 Mio. € gesteigert werden. Den größten Anteil an dieser Entwicklung hatten mehrere Großaufträge, wie zum Beispiel die Portalkonsolidierung der Commerzbank oder Weiterentwicklungen des adesso-Kernsystems für gesetzliche Krankenkassen im Zusammenhang mit der elektronischen Gesundheitskarte. Bemerkenswert ist der Anstieg der EBITDA-Marge, die von 11,7 % der ersten drei Quartale des Vorjahreszeitraumes 2007 auf 14,0 % angehoben werden konnte. Damit erzielte die Gesellschaft einen EBITDA-Anstieg von 3,33 Mio. € (9M 2007) auf 6,67 Mio. € (9M 2008). Das im Vorfeld kommunizierte Margenziel von 10 % wurde somit deutlich übertroffen.

Eine Betrachtung der Cashflows der ersten neun Monate ist aufgrund der fehlenden Datenbasis nicht möglich. Im ersten Halbjahr 2008 erzielte die Gesellschaft einen negativen operativen Cashflow in Höhe von 0,80 Mio. €, der vordergründig aus Verzögerungseffekten der Fakturierung von Festpreisprojekten resultiert. Eine steigende Mitarbeiterzahl und damit einhergehende Beschaffung von EDV-Ausrüstung führte zu einem Investitionscashflow von -0,26 Mio. € und somit zu einem freien Cashflow von -1,06 Mio. €.

Bewertung anhand der Kennzahlen der adesso AG zum 30.09.08

Die erfreuliche operative Entwicklung der Gesellschaft wirkte sich in einer Erhöhung der liquiden Mittel aus, die alleine im dritten Quartal 2008 um 2,50 Mio. € angestiegen sind. Eben angesprochene Verzögerungseffekte von Festpreisprojekten, die noch zum Halbjahr zu einer leichten Reduktion der liquiden Mittel geführt hatten, wurden damit überkompensiert und die unbereinigten liquiden Mittel stiegen im 9-Monatszeitraum um 1,10 Mio. € auf 12,70 Mio. €. Um Finanzverbindlichkeiten bereinigt, ist das Unternehmen mit einem Nettocash in Höhe von 9,64 Mio. € oder 0,24 € je Aktie ebenfalls gut ausgestattet. Das derzeitige Aktienkursniveau in Höhe von 0,63 € impliziert damit eine Netto-Cashunterlegung in Höhe von 38,2 %. Der Ausweis des bereinigten Netto-Cash ist aufgrund der fehlenden Datenbasis zum 30.09.2008 nicht möglich.

Das positive Ergebnis führte ebenfalls zu einer Steigerung des Eigenkapitals auf 24,50 Mio. € und einer Erhöhung der Eigenkapitalquote auf 48,0 %. Um Goodwill bereinigt kann die adesso ein Eigenkapital von 16,96 Mio. € aufweisen, was einer EK-Quote von 33,2 % entspricht. Damit errechnet sich ein bereinigtes KBV von 1,49. Zudem ist eine Abdeckung der kurzfristigen Verbindlichkeiten unter Zuhilfenahme der Liquiden Mittel jederzeit gewährleistet (Liquidität 1. Grades: 4,14). Die Relation der zinsbaren Verbindlichkeiten zum bereinigten Eigenkapital ergibt eine Verschuldungsratio von 18,1 %.

Fazit – adesso wird Wachstumskurs fortsetzen

Die operativ positive Entwicklung der adesso AG sowie eine stetige Marktkommunikation durch die Vorstände des Unternehmens, verhalfen dem Aktienkurs die derzeitigen Finanzmarktverwerfungen nahezu unbeschadet zu überstehen. Auch künftig soll organisches Wachstum den eingeschlagenen Wachstumspfad des Unternehmens unterstützen. Die kritischen Größen hierfür sind für IT-Unternehmen im Allgemeinen der Mitarbeiternachwuchs sowie die Generierung von Neukunden. Kooperationen mit einer Vielzahl von Universitäten garantieren einen stetigen Nachschub an jungen Mitarbeitern sowie ein Know-How-Gewinn für beide Parteien. Die adesso AG ist damit mit ihren derzeit 568 Mitarbeitern sowohl in der Lage Großprojekte als auch Projekte kleinerer Firmen zu stemmen. Da die implementierten IT-Produkte von adesso struktureller Natur - also finanzmarktunabhängig - sind, kann auch im Bankensektor weiteres Wachstum generiert werden. Zudem erwartet das Unternehmen aus der Neuordnung des Gesundheitswesens ein überdurchschnittliches organisches Wachstum, das sich in Form steigender Ergebnisse aufgrund der verbesserten EBITDA-Marge manifestieren sollte. Zudem verfügt die Gesellschaft über einen sehr hohen Bestand an Verlustvorträgen von 23,0 Mio. €, der die steuerliche Situation erheblich entlasten wird. Die adesso hält aufgrund des hohen Niveaus der Auftragseingänge an den Prognosen fest. Unter Berücksichtigung der aktuellen Bilanzrelationen, die einen hohen Cash-Bestand als auch eine hohe EK-Quote aufweisen, sollte sich der Aktienkurs auch im schwierigen Marktumfeld nach oben bewegen.

Nettocash**: 1,58

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 1,76

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005487953

WKN: 548795

Börsenkürzel: ATF

Aktienanzahl³: 5,318

Marketcap³: 9,36

EnterpriseValue³: -3,08

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 42,0 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

Analysten:

Leipold Philipp

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Alphaform AG *5

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Kunststoffverarbeitung

Mitarbeiter: 157 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1996

Firmensitz: Feldkirchen

Vorstand: Dr. Thomas Vetter



Die Alphaform AG mit Sitz in Feldkirchen bei München wurde im Jahr 1996 gegründet. Neben dem Stammsitz in Feldkirchen ist Alphaform mit Tochtergesellschaften in Garmisch-Partenkirchen, Großbritannien und Finnland vertreten. Alphaform entwickelt und produziert im Kundenauftrag Prototypen und Kleinserien mit dem Ziel, den Entwicklungsprozess der Produkte bei Unternehmen zu optimieren und dadurch den für Produkteinführungen benötigten Zeitraum zu verkürzen. Alphaform begleitet dabei die Kunden über den gesamten Produktentstehungsprozess von der Design- und Konzeptphase über die Konstruktions- und Detaillierungsphase bis hin zur Entwicklung des Fertigungsprozesses. Das Leistungsspektrum umfasst neben der Herstellung von Prototypen und Kleinserien auch die Beratung über inhaltliche und zeitliche Gestaltung des Produktionsentstehungsprozesses.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	20,78		22,12	
EBITDA	3,42	16,5%	3,07	13,9%
EBIT	1,79	8,6%	1,50	6,8%
Jahresüberschuss	2,18	10,5%	2,22	10,0%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	10,09		
Nettocash (unbereinigt)	10,09	Nettocash (bereinigt)	8,42
Eigenkapital (bereinigt)	19,93	KBV (bereinigt)	0,47
operativer Cashflow (12m)	2,07	Free Cash Flow (12m)	-0,33

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	3,43	Cashburnrate in Jahren	25,60
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	102,40
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			107,8%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			90,0%

Finanztermine

10.12.2008: Analystenkonferenz - VI. MKK

Alphaform AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: F1-Reglementänderungen belasten das Ergebnis

Im zweiten wie auch im dritten Quartal 2008 haben sich die anstehenden neuen Formel 1-Reglementänderungen negativ auf die Umsätze bei der Alphaform mit den F1-Kunden ausgewirkt. Dennoch konnte die Gesellschaft nach den ersten neuen Monaten 2008 die Umsatzerlöse leicht steigern und ein positives operatives Ergebnis erzielen. Nach den ersten drei Quartalen 2008 konnte Alphaform ein Umsatzwachstum von 3,8 % von 15,45 Mio. € in 2007 auf 16,04 Mio. € verzeichnen.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) entwickelte sich im Berichtszeitraum 2008 rückläufig, was vor allem auf die fehlenden Umsätze mit den F1-Kunden zurückzuführen ist. Das EBITDA lag bei 1,42 Mio. € gegenüber 2,53 Mio. € im Vorjahr. Steuern sind aufgrund der noch vorhandenen Verlustvorträge von über 11 Mio. € keine angefallen. Der Jahresüberschuss betrug in den ersten neun Monaten 2008 0,70 Mio. € (VJ: 1,53 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,13 € (VJ: 0,29 €) entspricht.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Alphaform AG zum 30.09.08

Bei einem Blick in die Bilanz des 9-Monats Berichtes 2008 wird ersichtlich, dass die aktuelle Marktbewertung sehr deutlich unter dem Buchwert in Höhe von 3,87 € liegt und auch in etwa auf dem Niveau der liquiden Mittel (Bruttocash) notiert. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis liegt aktuell bei 0,47. Nach der erstmaligen Dividendenausschüttung von 0,15 € in diesem Jahr war der Bestand an liquiden Mitteln gegenüber dem Jahresanfang leicht rückläufig und belief sich zum 30.9.2008 auf 10,09 Mio. €. Dies entspricht einer unbereinigten Nettoliquidität je Aktie von rund 1,90 €. Die Alphaform hat weder langfristiges Fremdkapital noch Bankverbindlichkeiten. Der Geschäftswert steht mit 0,64 Mio. € in der Bilanz. Bereinigt um das betriebsnotwendige Kapital haben wir eine Nettoliquidität von 8,42 Mio. € errechnet. Damit sind rund 90,0 % der derzeitigen Marktkapitalisierung über das bereinigte Nettocash abgedeckt.

Der operative Cash Flow fiel nach den ersten drei Quartalen 2008 positiv aus und lag bei 0,92 Mio. €. Die Investitionen in den Maschinenpark beliefen sich nach den ersten drei Quartalen 2008 auf 1,95 Mio. €. In den Jahren 2007 und 2006 lag der Freie Cash Flow bei 1,41 Mio. € bzw. 3,18 Mio. €. Zudem verfügt Alphaform noch über steuerlich nutzbare Verlustvorträge von rund 11 Mio. €, so dass die Steuerlast in den kommenden Jahren moderat ausfallen wird.

Fazit – Hoher Substanzwert und hohe liquiden Mittel sprechen für Unterbewertung

Auch wenn die operativen Zahlen für die ersten neun Monate 2008 der Alphaform AG unter unseren Erwartungen lagen, konnte die Gesellschaft ein Umsatzwachstum von knapp 4 % sowie ein EBITDA in Höhe von 1,4 Mio. € ausweisen.

Mit einem negativen EV/EBITDA auf Basis 2008 sowie einem aktuellen Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter 0,5 sehen wir die Aktie der Alphaform AG weiterhin als deutlich unterbewertet an. Der Newsflow wird in den kommenden Monaten insbesondere durch die Umsetzung des Strategieprogramms geprägt sein. Sowohl anorganisches Wachstum als auch strategische Partnerschaften halten wir hier für möglich, um die Marktstellung in den Branchen Luftfahrt und Medizintechnik zu stärken sowie das eigene Produktportfolio auszuweiten.

Altira Group AG

Nettocash:** 6,71

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 15,28

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0001218063

WKN: 121806

Börsenkürzel: A7A

Aktienanzahl³: 4,539

Marketcap³: 69,35

EnterpriseValue³: 3,12

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 20,1 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr:

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Filker Cosmin

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Finanz, Immobilien

Fokus: Asset Management

Mitarbeiter: 46 Stand: 31.12.2007

Gründung: 1999

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Michael Rieder



Die Altira Group ist ein eigentümergeführtes und zugleich börsennotiertes Unternehmen mit dem Schwerpunkt im Asset-Management. Sie verwaltet für institutionelle Investoren Gelder in den Geschäftsbereichen Private Markets, Public Markets und Real Estate. Die Fokussierung des Investmentansatzes liegt dabei auf ineffiziente Märkte, also neu entstehende Zukunftsmärkte und -regionen mit überdurchschnittlichen Wachstumschancen. Zudem werden schon bestehende Märkte, die sich in einem strukturellen Veränderungsprozess befinden ebenfalls adressiert. Die Umsetzung in konkrete Investmentprodukte erfolgt dabei über die selbstständig agierenden Tochter-Boutiquen der Altira Group. Die Altira Group ist zumeist mehrheitlich als Gründungsgesellschafter an diesen Tochter-Boutiquen beteiligt oder erwirbt gegebenenfalls Anteile an bereits bestehenden Gesellschaften, die auf die institutionelle Infrastruktur der Altira zurückgreifen wollen. Investmententscheidungen werden in der Regel unabhängig in den Investment-Teams getroffen und die Boutiquen greifen zentral auf diese institutionelle Infrastruktur zurück.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	22,08		13,08	
EBITDA	8,76	39,7%	4,31	33,0%
EBIT	8,39	38,0%	3,49	26,7%
Jahresüberschuss	8,49	38,5%	4,05	31,0%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.6.2008

Bruttocash	32,73		
Nettocash (unbereinigt)	32,56	Nettocash (bereinigt)	30,45
Eigenkapital (bereinigt)	53,36	KBV (bereinigt)	1,30
operativer Cashflow (12m)	2,57	Free Cash Flow (12m)	1,83

Kennzahlen zum 30.6.2008

Liquidität 1. Grades	1,62	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0,32%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			47,0%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			43,9%

Finanztermine

10.12.2008: Analystenkonferenz - VI. MKK

Mai 2009: Veröffentlichung GJ-Bericht

Juni 2009: Veröffentlichung HJ-Bericht

Altira Group AG

Geschäftsentwicklung nach 6 Monaten: Operative Entwicklung durch Kapitalmärkte belastet

Die operative Entwicklung der Altira Group AG war in den ersten sechs Monaten 2008 von der schwierigen Kapitalmarktsituation geprägt. Der Konzernumsatz verringerte sich gegenüber dem Vergleichszeitraum von 12,50 Mio. € um 21,0 % auf 9,87 Mio. €. Im Wesentlichen ist diese Entwicklung im Ausfall der Performance-Fees begründet. Zum ersten Halbjahr 2007 konnten noch Performance-Fees von 4,40 Mio. € erzielt werden. Dennoch wirkten sich die Erlöse aus dem Verkauf von Wertpapieren in Höhe von 7,13 Mio. €, denen Buchwertabgänge in Höhe von 3,54 Mio. € gegenüberstanden, positiv auf das Ergebnis aus. Das EBITDA lag mit 5,00 Mio. € demzufolge annähernd auf dem Vorjahresniveau von 5,25 Mio. €. Im Rahmen von Fair-Value Bewertungen der Finanzanlagen fiel ein Abschreibungsbetrag, der zu keinen Liquiditätsabflüssen führt, in Höhe von 1,46 Mio. € an. Dementsprechend reduzierte sich das EBIT um 33,0 % auf 3,40 Mio. € (1.HJ 2007: 5,07 Mio. €). Das Periodenergebnis bewegt sich mit 3,50 Mio. € insbesondere aufgrund der Auflösung latenter Steuern um 9,6 % unter dem Vorjahreswert (1. HJ 2007: 3,87 Mio. €).

Die Gesellschaft erzielte zum 1. Halbjahr 2008 einen operativen Cashflow in Höhe von –3,13 Mio. €. Dieser wurde durch die den Umsätzen zuzurechnenden Verkäufen von Wertpapieren in Höhe von 7,13 Mio. € bereinigt. Diese Erlöse werden dem Investitions-Cashflow, der im Berichtszeitraum 5,76 Mio. € beträgt, zugerechnet. Damit erzielte die Altira Group AG einen freien Cashflow in Höhe von 2,63 Mio. €.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Altira Group AG zum 30.06.08

Die Altira Group AG konnte von der operativen Entwicklung sowie vom positiven Cashflow profitieren und somit die liquiden Mittel erneut steigern. Insgesamt verfügt die Gesellschaft zum 30.06.08 über liquide Mittel in Höhe von 27,73 Mio. €, die mit den Wertpapieren des Umlaufvermögens in Höhe von 5,01 Mio. € einem Brutto-Cashbestand von 32,73 Mio. € gleichkommen. Um betriebsnotwendiges Vermögen sowie finanzielle Verbindlichkeiten bereinigt, verfügt die Gesellschaft über einen Netto-Cashbestand in Höhe von 30,45 Mio. € oder 6,71 € je Aktie, was bei Aktienkursen von 15,28 € eine bereinigte Cash-Unterlegung von 43,9 % bedeutet.

Doch auch substantiell konnte sich das Unternehmen im Zuge der positiven Ertragsentwicklung verbessern. Insgesamt verfügt die Altira Group AG über ein bereinigtes Eigenkapital in Höhe von 53,36 Mio. €, was einer EK-Quote von 71,3 % entspricht. Damit errechnet sich ein KBV von 1,30. Die jederzeitige Abdeckung kurzfristiger Verbindlichkeiten aufgrund eines hohen Bestands an liquiden Mitteln wird durch die Liquidität 1. Grades in Höhe von 1,62 ausgedrückt. Die Verschuldungsratio beträgt 0,32 %.

Im Zuge der Kapitalerhöhung nach dem Bilanzstichtag flossen dem Unternehmen weitere liquide Mittel in Höhe von 4,80 Mio. € zu, die wir in dieser Kennzahlenbetrachtung aufgrund des fehlenden Datenmaterials nicht berücksichtigt haben.

Fazit – Hohes Upside Potential durch Performance Fees bei niedrigem Downside Risiko

Der Erfolg der Altira Group AG lässt sich am Besten am Anstieg des verwalteten Vermögens ablesen, das seit Bestehen des Unternehmens auf bis 1,3 Mrd. € angestiegen ist. Eine Stabilisierung auf diesem Niveau lässt die Investmentstrategie auch im schwierigen Marktumfeld, mit dem Fokus auf erneuerbare Energien, Emerging Markets sowie ineffizienten Märkten mit überdurchschnittlichen Wachstumsprognosen, erkennen. Die Basis für künftige Erfolge wird durch einen gezielten Ausbau der bestehenden Strategien sowie durch weitere selektive Akquisitionen gelegt.

Das Geschäftsmodell der Altira Group AG ermöglicht es die laufenden Kosten durch stabil laufende Einnahmen in Form von fixen Management-Fees zu decken. Da die Performance-Fees von einem erfolgreichen Exit von Beteiligungen oder laufenden Projekten abhängen, sind diese stark der vorherrschenden Kapitalmarktsituation ausgesetzt. Die Gesellschaft erwartet ab den kommenden Geschäftsjahren einen signifikanten Anstieg der Performance-Fees, die durch den stetigen Portfolioausbau einen nachhaltigen Charakter bekommen sollten. Langfristig sollten hier auch Skaleneffekte greifen, so dass sich die mittel- bis langfristig ansteigenden Gewinne in einer positiven Kursperformance niederschlagen sollten.

Nettocash**: 3,10

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 7,28

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104400

WKN: 510440

Börsenkürzel: AOF

Aktienanzahl³: 4,026

Marketcap³: 29,31

EnterpriseValue³: 16,90

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 44,6 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

Analysten:

Leipold Philipp

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

ATOSS Software AG

Unternehmensprofil

Branche: Software

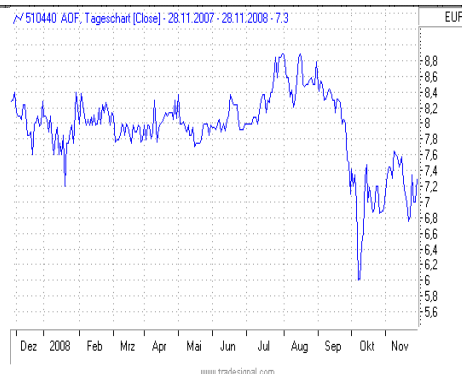
Fokus: Personaleinsatzplanung

Mitarbeiter: 207 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1987

Firmensitz: München

Vorstand: Andreas Obereder, Christof Leiber



Die ATOSS Software AG mit Sitz in München zählt zu den führenden Anbietern von Softwarelösungen rund um den intelligenten Personaleinsatz. Das Ziel der ATOSS-Lösungen ist z. B. die Reduzierung von Überstunden, Leerlaufzeiten und Zuschlägen für Sonderschichten mit den Umsatzbereichen Software, Wartung und Consulting. Der operative Fokus der ATOSS Software AG konzentriert sich auf die Regionen Deutschland, Österreich und die Schweiz. Die ATOSS Software AG verfügt mit ihrer Software für einen effizienten Personaleinsatz über einen Kundenstamm von über 3.500 Unternehmen und steuert dabei über 2 Mio. € Arbeitnehmer. Die ATOSS Software weist eine starke Marktstellung in den Branchen Handel und Transport auf. Die Gesellschaft beschäftigt derzeit über 200 Mitarbeiter.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	21,99		24,42	
EBITDA	3,21	14,6%	4,21	17,2%
EBIT	2,78	12,6%	3,73	15,3%
Jahresüberschuss	1,89	8,6%	2,50	10,2%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	15,42		
Nettocash (unbereinigt)	14,21	Nettocash (bereinigt)	12,48
Eigenkapital (bereinigt)	11,93	KBV (bereinigt)	2,46
operativer Cashflow (12m)	2,23	Free Cash Flow (12m)	1,69

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	2,30	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	9,97%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			48,5%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			42,6%

Finanztermine

12.03.2009: Veröffentlichung GJ-Bericht	14.08.2009: Veröffentlichung HJ-Bericht
30.04.2009: Hauptversammlung	
15.05.2009: Veröffentlichung Q1-Bericht	

ATOSS Software AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Erfreuliche operative Entwicklung

Trotz der aktuellen Konsumschwäche in Deutschland bewegt sich die Nachfrage nach ATOSS-Lösungen auf einem hohen Niveau, da eine effiziente Personaleinsatzplanung und Zeitmanagement auf der Kostenseite zu deutlichen Einsparungen bei den Kunden führt und zum anderen die Servicequalität und Kundenzufriedenheit verbessert. Dieses Jahr konnten bereits mehrere Großaufträge gewonnen werden. So zählen z. B. Unternehmen aus dem Handel wie Weltbild, Conrad, Globus Fachmärkte zu den Neukunden von ATOSS Software. Aber auch in der Industrie konnte ATOSS Software eine rege Nachfrage nach der eigenen Software verzeichnen.

Dies zeigt sich auch in den Zahlen für die ersten neun Monate 2008. Demnach konnten die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr um 13 % von 17,75 Mio. € in 2007 auf 20,07 Mio. € in 2008 gesteigert werden. Positiv werten wir, dass ATOSS Software jedes Jahr hohe Erlöse aus Wartungsverträgen generiert. Allein in 2007 lagen die wiederkehrenden Wartungsumsätze bei 9,2 Mio. €, was knapp 38 % der Gesamtumsätze entspricht. Für jede verkaufte Lizenz erhält ATOSS Software einen jährlichen Wartungsanteil von 15 bis 18%. Die Kündigungsquote war dabei in der Vergangenheit stets gering. Auch beim operativen Ergebnis (EBIT) legte ATOSS Software deutlich von 2,79 Mio. € in 2007 auf 3,95 Mio. € in 2008 zu. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 19,7 % (VJ: 15,7 %). Der Gewinn je Aktie (EPS) lag bei 0,67 € (VJ: 0,46 €).

Bewertung anhand der Kennzahlen der ATOSS Software zum 30.09.08

Die Bilanzrelationen sind unserer Einschätzung nach überaus gesund. Das bereinigte Eigenkapital lag zum 30.9.2008 bei 11,93 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 59,3 % entspricht. ATOSS Software hat in der Vergangenheit auf die Aktivierung von eigenen Entwicklungsleistungen verzichtet. Da auch keine Akquisitionen in den letzten Jahren getätigt wurden, beliefen sich die immateriellen Vermögensgegenstände auf lediglich 0,14 Mio. €. Der bereinigte Buchwert lag folglich bei 11,79 Mio. €.

Zudem verfügt ATOSS nach wie vor über einen komfortablen Bestand an Cash, was die Aktie damit gut nach unten absichert. Derzeit liegt der Bruttocashbestand bei 15,42 Mio. €, was einer unbereinigten Nettoliquidität pro Aktie von rund 3,85 € entspricht. Die bereinigte Nettoliquidität betrug 12,48 Mio. €. Infolge des positiven operativen Cash Flows von 3,56 Mio. € zum 30.9.2008 konnten die liquiden Mittel trotz der Dividendenausschüttung von 0,31 € im April 2008 und den getätigten Investitionen im Vergleich zum Jahresanfang weiter gesteigert werden. Der Free Cash Flow lag in den Jahren 2006 und 2007 bei 4,1 Mio. € respektive 3,5 Mio. €.

Des Weiteren hat ATOSS die günstigen Aktienkurse dazu genutzt, eigene Aktien über die Börse zurückzukaufen. Im Rahmen des Aktienrückkaufprogramms wurden knapp 36.000 eigene Aktien zu einem durchschnittlichen Preis von 6,36 € erworben. Aktuell notiert die Aktie der ATOSS Software bei 7,30 €.

Fazit – Erneute Anhebung der Prognosen für das Jahr 2008

Die Prognose für das Gesamtjahr 2008 wurde vom Vorstand mit Vorlage der 9-Monatszahlen im November erneut angehoben. Nun erwartet der Vorstand für 2008 ein EBIT von rund 5 Mio. € nach zuvor deutlich mehr als 4 Mio. €. Für das Schlussquartal rechnen wir mit ähnlich guten Ergebniskennzahlen wie in den erfreulichen Vorquartalen. Den Gewinn je Aktie sehen wir bei über 0,90 €, was beim aktuellen Kurs einem KGV von unter 10 entspricht. Damit würde ATOSS Software das laufende Geschäftsjahr mit Rekorden bei den Umsatzerlösen und beim operativen Ergebnis abschließen.

Trotz einer gedrückten Stimmung im Einzelhandel konnte ATOSS Software in den vergangenen Quartalen eine Reihe von Neukunden gewinnen. Wir gehen davon aus, dass sich die positive operative Entwicklung auch in Zukunft fortsetzt und rechnen daher mit guten Ergebnissen in den nächsten Quartalen.

Nettocash: 10,11**

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 5,82

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: AT0000A02177

WKN: A0LAXT

Börsenkürzel: D7I

Aktienanzahl³: 3,800

Marketcap³: 22,12

EnterpriseValue³: -47,95

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 32,9 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

SAL. OPPENHEIM

Analysten:

Filker Cosmin

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

BDI BioDiesel AG

Unternehmensprofil

Branche: Chemie, Industrie, Technologie

Fokus: Erneuerbare Energien/Bio-Dieselanlage

Mitarbeiter: 150 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1996

Firmensitz: Grambach/Graz

Vorstand: Wilhelm Hammer



Die BDI BioDiesel International ist ein Unternehmen, das sich der Nutzung nachwachsender Ressourcen zur Erzeugung von BioDiesel sowie für den Bau maßgeschneiderter und schlüsselfertiger BioDieselanlagen verschrieben hat. Dabei kann das Unternehmen auf einen jahrelangen Wissensaufbau zurückblicken. Bereits 1982, als die BDI noch eine Abteilung der Vogel & Noot Industrieanlagebau GmbH war, entwickelt die Gesellschaft aus den unterschiedlichsten pflanzlichen Ölen hochwertigen BioDiesel. Mit dem Bau der ersten kommerziellen BioDiesel-Anlage im Jahre 1991 fiel der Startschuss für eine flächendeckende Weiterentwicklung der Technologie, die seit 2006 unter dem Namen Multi-Feedstock Technologie ihren Höhepunkt erreichte. Mit diesem Verfahren können industrielle Anlagen besonders vielseitig und mit einem Höchstmaß an Ausbeute eingesetzt werden. Insgesamt vereinigt die BDI Biodiesel AG drei vollkonsolidierte Tochtergesellschaften unter ihrem Dach und hat an weiteren 15 Kooperationspartnern, die At Equity bilanziert werden, maßgebliche Beteiligungen.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	87,81		77,09	
EBITDA	14,23	16,2%	4,98	6,5%
EBIT	13,97	15,9%	4,68	6,1%
Jahresüberschuss	11,63	13,2%	5,54	7,2%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	57,05		
Nettocash (unbereinigt)	41,32	Nettocash (bereinigt)	38,43
Eigenkapital (bereinigt)	63,39	KBV (bereinigt)	0,35
operativer Cashflow (12m)	16,92	Free Cash Flow (12m)	-10,56

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	2,11	Cashburnrate in Jahren	3,64
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	14,55
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			186,8%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			173,8%

Finanztermine

Mai 2009: Veröffentlichung Q1-Bericht

Mai 2009: Hauptversammlung

August 2009: Veröffentlichung HJ-Bericht

BDI BioDiesel AG

Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2008: Anorganisches Wachstum wird vorangetrieben

Gemäß der Akquisitionspolitik der Gesellschaft, die eine breite Aufstellung der Kernkompetenzen anstrebt, wurde in den vergangenen drei Quartalen die vollkonsolidierte UIC GmbH zu einem Kaufpreis von 9,06 Mio. € erworben. Zudem hat sich der Konsolidierungskreis mit der nach der Equity-Methode bewerteten VTU Holding GmbH erweitert. Die damit getätigten Investitionen in Höhe von 14,52 Mio. € summierten sich zusammen mit dem Erwerb von Wertpapieren des Anlagevermögens auf einen Investitions-Cashflow in Höhe von -26,08 Mio. €. Demgegenüber steht ein operativer Cashflow von 8,31 Mio. €, so dass die Gesellschaft nach den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres einen freien Cashflow von -17,77 Mio. € aufweist. Auf Basis der letzten 12 Monate erzielte die BDI einen freien Cashflow in Höhe von -10,56 Mio. €.

Mit dem Erwerb der UIC GmbH konnte die BDI BioDiesel AG ihr Kerngeschäft um das Segment Feinvakuum-Destillation erweitern. Die Erlöse dieses Segmentes summieren sich auf 4,40 Mio. €. Mit dem bisherigen Schwerpunkt, dem BioDiesel-Anlagenbau, erzielte die Gesellschaft 44,47 Mio. €, so dass nach Konzerneliminierungseffekte nach neun Monaten 2008 Umsatzerlöse in Höhe von 48,82 Mio. € erzielt wurden. Insgesamt erzielte die Gesellschaft vor allem aufgrund einer stabilen Kostensituation einen operativen Ergebnisanstieg (EBIT) von 30,8 % auf 3,85 Mio. € (VJ: 2,94 Mio. €). Abschreibungen auf stille Reserven sowie auf den Kundenstock der UIC GmbH führten in Summe zu einem Periodenergebnis von 3,57 Mio. € (VJ: 3,62 Mio. €).

Bewertung anhand der Kennzahlen der BDI BioDiesel AG zum 30.09.08

Die Unternehmensakquisition sowie die Beteiligung an der VTU Holding GmbH haben zu erheblichen Liquiditätsabflüssen bei der BDI BioDiesel AG geführt. Dennoch verfügt die Gesellschaft weiterhin über einen ausreichend hohen Bestand an liquiden Mitteln, die größtenteils aus der organischen Entwicklung der Gesellschaft stammen, die sich zum Stichtag 30.09.08 auf 57,05 Mio. € summieren. Unter Abzug des monatlich betriebsnotwendigen Vermögens, der Finanzverbindlichkeiten sowie der Minderheitenanteile, verbleibt ein bereinigter Nettocash-Bestand in Höhe von 38,43 Mio. €, oder 10,11 € je Aktie. Der derzeitige Aktienkurs von 5,82 € deutet somit auf eine sträfliche Unterbewertung des Unternehmens hin. Ebenfalls auf eine Unterbewertung deutet das sehr niedrige Kurs-Buchwert-Verhältnis hin, das bei einem bereinigten Eigenkapital von 63,39 Mio. € (EK-Quote: 54,3 %) 0,35 beträgt.

Die BDI BioDiesel AG kann insgesamt weiterhin die eingeschlagene Strategie einer Kernkompetenzerweiterung mittels Akquisitionen fortsetzen, um so vom weiteren Marktwachstum profitieren zu können. Berücksichtigt man das kurzfristige Vermögen in Höhe von 18,41 Mio. €, so wird schnell ersichtlich, dass die Finanzierung des Working Capital aufgrund einer Liquidität 1. Grades in Höhe von 2,11 jederzeit gewährleistet ist. Wie bereits angedeutet, haben die Liquiditätsabflüsse aus der Expansionsstätigkeit der Gesellschaft zu hohen negativen Investitions-Cashflows geführt und in Folge zu einem freien Cashflow der letzten 12 Monate in Höhe von -10,56 Mio. €.

Fazit – Technologieführerschaft gewährleistet weiteres Wachstum

Die BDI BioDiesel AG ist mit Ihrem operativen Geschäft verschiedenen Umwelteinflüssen, von der Ölpreisentwicklung, der Lebensmittelproduktion, bis hin zu Gesetzesänderungen, ausgesetzt. Für Anspannungen in der BioDiesel-Produktion sorgten dabei nicht zuletzt die Diskussionen um die Herstellung von BioDiesel, zulasten der Lebensmittelproduktion. Ein weiterer Faktor war zudem die ungünstige Entwicklung der Rohstoffpreise. Dennoch wird die Gesellschaft vom Beschluss der EU-Kommission, die sich für eine Fortführung der Biokraftstoffpolitik, mit dem Ziel einer Erhöhung des Anteils von Biokraftstoffen auf 10 % bis zum Jahre 2020 ausgesprochen hatte, profitieren.

Aufgrund der internationalen Etablierung der BDI BioDiesel AG im Markt der Multi-Feedstock Anlagen sowie durch eine weitere anorganische Verstärkung, wird sich die Gesellschaft langfristig von Unternehmen der BioDiesel-Branche differenzieren. Dennoch kann es im Zuge der Finanzmarktkrise zu investitionsbedingten Projektverschiebungen kommen. Erste Anzeichen hierfür liefert der stichtagsbezogene Auftragsbestand, der sich im Vergleich zur Vorjahresperiode fast halbierte. Die derzeitigen niedrigen Kursniveaus mit einem KBV von 0,35 lassen ein Investment in die BDI BioDiesel AG in einem günstigen Licht erscheinen. Die genannten Bilanzrelationen lassen zudem ein konservatives Risikoprofil erkennen.

Nettocash: 1,39**

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 1,67

28.11.2008 / FWB

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006095003

WKN: 609500

Börsenkürzel: CAP

Aktienanzahl³: 25,200

Marketcap³: 42,08

EnterpriseValue³: 10,25

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 18,3 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

M.M. Warburg&CO

Analysten:

Gode Felix

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Capital Stage AG

Unternehmensprofil

Branche: Finanz, Immobilien

Fokus: Umwelttechnologie, erneuerbare Energie

Mitarbeiter: 7 Stand: 31.10.2008

Gründung: 1996

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Felix Goedhart



Die Capital Stage AG ist ein börsennotiertes Private Equity-Unternehmen mit einem Investitionsschwerpunkt auf den Sektor Umwelttechnologien und Erneuerbare Energien. Grundsätzlich engagiert sich die Capital Stage nur in späteren Phasen der Unternehmensentwicklung, um das Risiko der Investments zu begrenzen. Frühphasenfinanzierungen werden nur in Ausnahmefällen verfolgt. Derzeit hält das Unternehmen drei Investments: 30 % an der INVENTUX Technologies AG, 10 % der BlueTec GmbH & Co. KG sowie 49,10 % an der GBA Gesellschaft für Bioanalytik Hamburg mbH. Vor allem die INVENTUX Technologies AG erscheint uns als interessantes Investment. INVENTUX produziert und vermarktet Dünnschichtsolarmodule auf Basis mikromorpher Tandemzellen. Im Herstellungsprozess wird der Rohstoff Silizium als Silan-Gas nahezu 100 mal dünner als in der herkömmlichen kristallinen Technologie aufgebracht. Er ist somit praktisch unbegrenzt verfügbar. Ein Teilexit wurde bereits vollzogen. 9,29 % der Anteile wurden verkauft, was zu einem Zufluss von 3,75 Mio. € führte.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	16,82		12,84	
EBITDA	15,37	91,4%	10,21	79,5%
EBIT	15,34	91,2%	5,76	44,9%
Jahresüberschuss	15,83	94,1%	7,10	55,3%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.6.2008

Bruttocash	35,12		
Nettocash (unbereinigt)	35,12	Nettocash (bereinigt)	34,95
Eigenkapital (bereinigt)	51,02	KBV (bereinigt)	0,82
operativer Cashflow (12m)	-0,66	Free Cash Flow (12m)	0,36

Kennzahlen zum 30.6.2008

Liquidität 1. Grades	124,10	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			83,4%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			83,0%

Finanztermine

Capital Stage AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Teilveräußerung zieht Ergebnis hoch

Die Prognose für das Geschäftsjahr 2008 sah ein ausgeglichenes Ergebnis vor. Nach neun Monaten lag das Periodenergebnis jedoch schon bei 6,89 Mio. € und damit signifikant höher. Der Grund dafür ist vor allem in der Veräußerung der 9,29 % der Anteile an der INVENTUX zu sehen, die einen Zufluss an Mittel von 3,75 Mio. € einbrachten. Daneben fielen aber auch Erträge aus Wertänderungen der restlichen Aktien an. Kostenseitig gab es keine großen Veränderungen. Der Personalaufwand war leicht steigend, was auf dem Ausbau des Teams zurückzuführen ist.

Insgesamt werden die operativen Kosten jedoch fast vollständig durch die Zinserträge getragen, die allein in den ersten neun Monaten 1,42 Mio. € betrugen. Ein Steueraufwand fällt bei Capital Stage nicht an, da gemäß § 8 b Abs. 1, 2 KStG steuerfreie Dividenden und Veräußerungsgewinne erzielt werden. Zudem verfügt Capital Stage über steuerliche Verlustvorträge. Diese beliefen sich zum Ende des Geschäftsjahres 2007 für den Konzern auf rund 22 Mio. € (Körperschaftsteuer) bzw. rund 28 Mio. € (Gewerbsteuer).

Bewertung anhand der Kennzahlen der Capital Stage AG zum 30.06.08

Die liquiden Mittel der Capital Stage belaufen sich zum 30.06.2008 auf 35,12 Mio. €. Da keinerlei Bankverbindlichkeiten vorhanden sind entspricht der Bruttocashbestand dem Nettocashbestand. Bereinigt um betriebsnotwendiges Kapital ergibt sich ein Nettocashbestand pro Aktie in Höhe von 1,39 € pro Aktie. Beim aktuellen Aktienkurs von 1,67 € sind entsprechend 83 % des Kurses durch Cash abgedeckt. Die Eigenkapitalquote beträgt stolze 99,5 %. der Verschuldungsratio liegt bei 0 %. Das bereinigte KBV zeigt mit 0,82 ebenfalls eine sehr günstige Bewertung auf.

Bis zum Ende des Geschäftsjahres rechnet das Unternehmen mit keinen weiteren Exits, zumal das Kapitalmarktumfeld hierfür aktuell ohnehin kaum Möglichkeiten bereitstellt. Der Jahresüberschuss sollte entsprechend zum Ganzjahr auf einem ähnlichen Niveau liegen wie nach neun Monaten.

Fazit – Beteiligungen gibt es umsonst oben drauf

Angesichts der Tatsache, dass das Unternehmen nur leicht über Cash notiert und die operativen Kosten aus den Zinserträgen getragen werden können, bekommt man die Beteiligungen quasi geschenkt. Vor allem die INVENTUX scheint uns dabei eine interessante Chance zu bieten. Noch vor Ende des Jahres sollen erste Module an Kunden ausgeliefert werden. Die derzeitige Entwicklung der INVENTUX ist sehr vielversprechend und die zukunftsweisende Technologie bietet große Chancen.

Entsprechend ist das Risikoprofil der Capital Stage als niedrig einzustufen. Die Entwicklungschancen der INVENTUX, aber auch der anderen beiden Beteiligungen, gibt es auf die Bewertung nahe dem Cash-Bestand dazu. Hier könnten auch kurzfristig positive Meldungen für eine Steigerung der Werthaltigkeit der Investments sorgen, was auch auf den Aktienkurs der Capital Stage einen antreibenden Einfluss haben könnte.

Nettocash**: 2,24

**je Aktie

aktueller Kurs: 3,90

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006201106

WKN: 620110

Börsenkürzel: CEA

Aktienanzahl³: 7,700

Marketcap³: 30,03

EnterpriseValue³: 22,61

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 17,7 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

LBBW

Analysten:

Gode Felix

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

CEAG AG

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

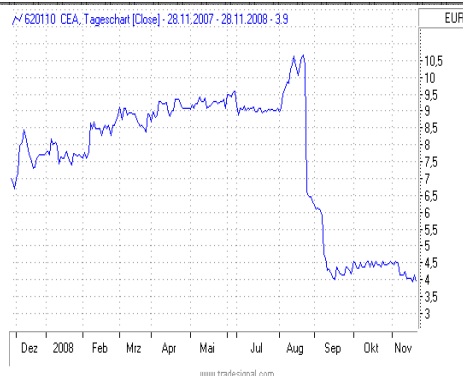
Fokus: Netz- und Ladegeräte

Mitarbeiter: 309 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1967

Firmensitz: Ostbevern

Vorstand: Felix Zimmermann



Die CEAG AG, mit Sitz in Bad Homburg, ist die Holdinggesellschaft des Tochterunternehmens FRIWO Power Solutions. FRIWO vertreibt individuelle Netz- und Ladegeräte für die vier Segmente IT & Kommunikation, mobile Haushaltsanwendungen und Werkzeuge, industrielle Anwendungen und Medizintechnik. Mit modernen Entwicklungszentren, Fertigung und Vertrieb in Europa, Asien, Nordamerika ist FRIWO in allen wichtigen Märkten der Welt präsent. "FRIWO"-Geräte finden sich in unterschiedlichsten Bereichen wie Telekommunikation, Unterhaltungselektronik, Medizintechnik, Informationstechnologie, Bürogeräte und Industrie wieder. Bis zum Mai 2008 gehörte noch eine weitere Geschäftseinheit, die FRIWO Power Mobile (FPM), zur CEAG. Das Unternehmen mit der Spezialisierung auf Netz- und Ladegeräte für Mobiltelefone wurde jedoch an eine Tochtergesellschaft der in Singapur ansässigen Flextronics International Ltd. veräußert. Der Kaufpreis für die Geschäftseinheit FMP betrug rund 56 Mio. €. Auch gab es im Juni einen Wechsel des Großaktionärs.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	315,22		351,66	
EBITDA	21,19	6,7%	20,60	5,9%
EBIT	13,44	4,3%	12,02	3,4%
Jahresüberschuss	11,37	3,6%	9,84	2,8%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	24,40		
Nettocash (unbereinigt)	17,21		
Eigenkapital (bereinigt)	33,30	KBV (bereinigt)	0,90
operativer Cashflow (12m)	3,11	Free Cash Flow (12m)	43,76

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	1,55	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	21,59%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			57,3%

Finanztermine

CEAG AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: 4 € Sonderdividende nach Veräußerung der FPM

Die Veräußerung der Geschäftseinheit FMP Mitte des Jahres bescherte der CEAG einen hohen Cash-zufluss. An diesem ließ das Unternehmen Aktionäre partizipieren, indem eine Dividende von 30,8 Mio. € bzw. 4 € pro Aktie ausgezahlt wurde.

Operativ waren die ersten neun Monate dagegen eher durchwachsen. Zwar konnte eine Steigerung der Absatzmenge von 2,6 % erreicht werden, jedoch wirkte sich vor allem der schwache US-Dollar gegenüber dem Euro negativ aus, so dass die Umsatzerlöse um 4,2 % auf 60,9 % zurückgingen. Wechselkursbereinigt wären die Umsatzerlöse um 3,5 % gestiegen. Vor allem im dritten Quartal machte sich die Erstarkung des Dollars bemerkbar, indem die Umsatzerlöse um 11,0 % zulegen konnten. Auch ergebnisseitig mussten Abstriche hingenommen werden.

Das EBIT lag mit 1,1 Mio. € um 45 % unter dem Vorjahreswert von 2,0 Mio. €. Beeinflusst wurde das EBIT durch Einmalaufwendungen im Rahmen von Strukturanpassungen die durch den Verkauf der Geschäftseinheit FPM notwendig wurden. Das Konzernergebnis belief sich zum 30.09.08 auf 11,1 Mio. €, nach 6,3 Mio. € im Vorjahreszeitraum. In diesem Wert enthalten sind die nicht fortgeführten Geschäftsbereiche bis zum Zeitpunkt der Veräußerung sowie der Veräußerungsgewinn. Ohne die nicht fortgeführten Aktivitäten beträgt das Periodenergebnis 1,5 Mio. €.

Bewertung anhand der Kennzahlen der CEAG AG zum 30.09.08

In den ersten neun Monaten konnte die CEAG einen operativen Cash-Flow von 2,5 Mio. € erzielen. Der Investitionscashflow war bedingt durch die Veräußerung des Geschäftsbereiches FMP mit 35,9 Mio. € deutlich positiv. Entsprechend lag auch der Free-Cash-Flow mit 38,4 Mio. € klar im grünen Bereich. Dies machte auch die Zahlung einer Dividende von 4 € je Aktie, bzw. 30,8 Mio. € möglich. Trotz der hohen Ausschüttung verfügt die CEAG noch immer über einen Bruttocashbestand von 24,4 Mio. €, was einem Wert von 3,17 € pro Aktie entspricht. Bereinigt um verzinsliche Verbindlichkeiten ergibt sich ein Nettocashbestand von rund 17,21 Mio. €.

Da im Rahmen des 9-Monatsberichtes keine Bilanz veröffentlicht wurde, beziehen sich die Werte der Verbindlichkeiten auf den Halbjahresabschluss. Aus dem gleichen Grund ist bei der CEAG auch keine Aussage über die betriebsnotwendigen liquiden Mittel möglich.

Durch den Verkauf der FMP hat sich auch die Kostenstruktur verändert, so dass zum jetzigen Zeitpunkt keine Aussage möglich ist. Somit beträgt der um verzinsliche Verbindlichkeiten bereinigte Cashbestand 2,23 € pro Aktie, womit über 50 % der aktuellen Marktkapitalisierung durch Cash abgedeckt ist. Auch die Eigenkapitalquote hat sich deutlich verbessert und beträgt nun 57,3 %. Das KBV beträgt zum 30.09.08 0,90.

Fazit – Konjunkturelle Unsicherheiten belasten derzeit, mittelfristig ist Investment interessant

Das Unternehmen beliefert verschiedene Branchen und Zielmärkte, wodurch es CEAG möglich sein sollte, sich ein Stückweit der konjunkturellen Entwicklung zu entziehen. Dennoch ist das Unternehmen sehr abhängig von der Rohstoffpreisentwicklung sowie der Veränderung des Wechselkurses Euro/US-Dollar. Beide Faktoren belasteten das Ergebnis im ersten Halbjahr. Gegenläufig entwickelten sich beide Faktoren im dritten Quartal und dürften diese Tendenz auch im vierten Quartal fortsetzen. Dennoch erwartet der Vorstand, dass Umsätze- und Ergebnisse zum Jahresende unter den jeweiligen Vorjahreswerten liegen werden. Mit dem Verkauf der Geschäftseinheit FMP verbleibt nur die deutlich kleinere, aber auch margenstärkere Geschäftseinheit. Diese sollte wesentlich flexibler reagieren können und eine Krise besser umschiffen können. Zudem halten wir eine weitere Ausschüttung aus den Cashreserven im kommenden Jahr für nicht ausgeschlossen, da die neue Großaktionärin so einen Teil ihres Kaufpreises für die CEAG refinanzieren könnte. Nicht zuletzt besteht die Chance, dass VTC einen Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag abschließen möchte, was zu einem Abfindungsangebot und einer Garantiedividende führen könnte. Auch wenn sich das Unternehmen sicherlich nicht von einer konjunkturellen Abschwächung entziehen kann, könnte eine solche nur gedämpft spürbar werden, da viel durch sinkende Rohstoffpreise und günstige Wechselkurse ausgeglichen werden kann. Die mittelfristigen Chancen sind bei der CEAG als interessant einzuschätzen, zumal der Kurs auf dem jetzigen Niveau gut mit Cash unterbaut ist.

Nettocash**: 1,42

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 1,84

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494538

WKN: 549453

Börsenkürzel: CUR

Aktienanzahl³: 6,780

Marketcap³: 12,48

EnterpriseValue³: 14,21

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 62,0 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

Analysten:

Schmidt Sylvia

schmidt@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

curasan AG

Unternehmensprofil

Branche: Chemie, Industrie, Technologie

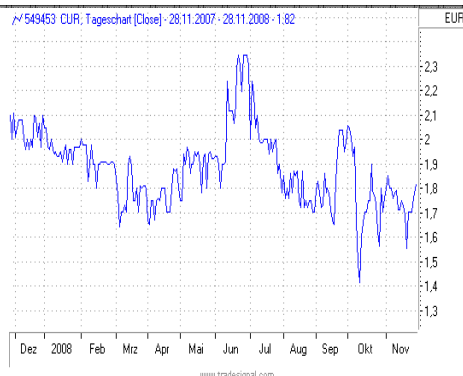
Fokus: Herstellung von Arzneimitteln,
Medizinprodukten, Diagnostika

Mitarbeiter: 21 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1988

Firmensitz: Kleinostheim

Vorstand: Hans-Dieter Rössler



Die curasan AG mit Sitz in Kleinostheim entwickelte und vertreibt Produkte aus dem Segment der regenerativen Medizin. Die Produkte finden Anwendung in der Knochen- und Geweberegeneration, Gewebezüchtung, Wundheilung sowie Arthrose. Zu der Zielgruppe zählen Orthopäden, Traumatologen, Unfallchirurgen, Wirbelsäulenchirurgen, Sportmediziner, Implantologen, Mund-, Kiefer-, und Gesichtschirurgen sowie andere in der Zahnchirurgie tätige Ärzte. Seit der Veräußerung des dentalen Geschäftsbereiches im Juli 2008 trägt die RIEMSER Arzneimittel AG die Verantwortung für das Marketing und den Vertrieb im Dentalsegment. Das Hauptprodukt der curasan bei den Biomaterialien ist das synthetische Knochenaufbaumaterial Cerasorb®. Dieses ist nunmehr eine Dachmarke bei den verschiedenen Produktvarianten und wird in den Produktionsstätten in Frankfurt hergestellt.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	8,39		9,72	
EBITDA	-2,96	neg.	-2,03	neg.
EBIT	-3,60	neg.	-2,96	neg.
Jahresüberschuss	-4,30	neg.	-4,09	neg.

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	11,24		
Nettocash (unbereinigt)	10,65	Nettocash (bereinigt)	9,62
Eigenkapital (bereinigt)	12,34	KBV (bereinigt)	1,01
operativer Cashflow (12m)	-4,34	Free Cash Flow (12m)	5,89

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	4,53	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	4,77%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			85,4%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			77,1%

Finanztermine

13.02.2009: Notierung im General Standard

curasan AG**Geschäftsentwicklung 1. - 3. Q. 2008: Veräußerung der Dentalsparte**

Im ersten Halbjahr 2008 veräußerte die curasan ihre Dentalsparte an die Riemser Arzneimittel AG, wodurch die letzten Monate von der hieraus notwendigen Umstrukturierung geprägt waren. Damit kann sich die Gesellschaft nunmehr vollständig auf die Entwicklung sowie Produktion von Biomaterialien für Knochen- und Geweberegeneration konzentrieren. Der Verkauf brachte der Gesellschaft 9,5 Mio. € ein, drei weitere Raten von jeweils knapp 1,6 Mio. € werden bis 2011 folgen. In den ersten neun Monaten in 2008 erzielte die Gesellschaft - inklusive des Verkaufs der Lagerbestände an Riemser - einen Umsatz in Höhe von 7,4 Mio. € und liegt damit leicht über dem Umsatz des Vorjahreszeitraumes. Durch den Verkauf von Anlagevermögen an die Riemser AG sowie die Auflösung von Rückstellungen belaufen sich die sonstigen betrieblichen Erträge auf 1,59 Mio. € (VJ: 0,00 €), woraus eine Gesamtleistung in Höhe von 8,96 Mio. € (VJ: 7,42 Mio. €) resultiert. Die Personalkosten lagen mit 2,94 Mio. € um knapp 0,98 Mio. € unter dem Vorjahreszeitraum. Ursächlich hierfür waren eine Produktionsstilllegung zum 31.12.07 sowie die Veräußerung der oben genannten Dentalsparte. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen mit 3,08 Mio. € deutlich über dem Vorjahresaufwand mit 2,87 Mio. €, was auf einen Forderungsverzicht gegenüber der curasan Inc. sowie den Kosten im Zusammenhang mit dem vollständigen Erwerb der Rechte an REVOIS zurückzuführen ist. Hierdurch lag das EBIT mit - 0,5 Mio. € (VJ: -2,21 Mio. €) im roten Bereich. Ohne diese einmaligen Sonderkosten hätte das EBIT dagegen bei 0,6 Mio. € gelegen.

Bewertung anhand der Kennzahlen der curasan AG zum 30.09.08

Durch den Sonderertrag hat sich das bisherige Sorgenkind curasan AG zu einem Cashwert gemausert. Die liquiden Mittel und damit der Bruttocash belaufen sich nach dem Verkauf auf nunmehr 6,29 Mio. € (VJ: 0,68 Mio. €). Dies entspricht bei 6,78 Mio. Aktien einer unbereinigten Nettoliquidität pro Aktie von 0,84 €. Nach Bereinigung vom operativ notwendigen Kapital liegt diese bei 0,69 €. Damit sind bei dieser Gesellschaft knapp 40 % vom aktuellen Aktienkurs durch Cash gedeckt. Hierbei muss jedoch berücksichtigt werden, dass in dem durchschnittlichen operativen Aufwand in 2008 operative Sonderaufwendungen sowie operativ entstandene Aufwendungen, die vor dem Verkauf angefallen sind, mit eingepreist sind. Ohne diese wäre die bereinigte Nettoliquidität pro Aktie deutlich höher ausgefallen.

Das Eigenkapital der curasan lag zum 30.09.08 bei 12,335 Mio. € nach 2,949 Mio. € zum 31.12.2007, was für eine deutliche Gesundung spricht. Das wirtschaftlich bereinigte Eigenkapital beläuft sich auf 11,575 Mio. €. Der statische Verschuldungsgrad lag bei 0,23. Die Liquidität I. Grades beträgt 4,53. Damit sind die eingegangenen Verbindlichkeiten 4,5 Mal über die vorhandenen liquiden Mittel abgedeckt. Durch den Verkauf flossen der Gesellschaft bis dato 9,5 Mio. € zu, die damit die markanteste Position in der Cashflow Rechnung ausmacht. Des Weiteren konnten die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung sowie die Bankverbindlichkeiten deutlich zurückgefahren werden, woraus ein operativer Cashflow in Höhe von - 2,8 Mio. € resultiert.

Fazit – Fokussiertere Positionierung ist der richtige Schritt

Die curasan AG hat mit dem Verkauf ihrer Dentalsparte den Fokus auf die Entwicklung sowie Produktion von Biomaterialien im Bereich der Knochen- und Geweberegeneration gelegt. Nunmehr entfällt der bis dato vorhandene kostenintensive Vertrieb. Zur weiteren Kosteneinsparung werden bestimmte Bereiche, wie die Finanzbuchhaltung outgesourced. Die bestehende Produktpipeline der curasan kann mit dem eingenommenen Cash fertig entwickelt werden. Der Vorstand geht davon aus, in jedem Jahr mindestens ein Produkt zur Marktreife fertig zu entwickeln. Drei weitere Zahlungen über jeweils 1,6 Mio. € werden in den nächsten drei Jahren folgen und noch einmal Cash in Höhe von 4,8 Mio. € in die Kasse der Gesellschaft spülen. Der Umsatz wird nach der Veräußerung natürlich eine deutliche Verringerung verzeichnen. Doch belasten die mit dem Vertrieb verbundenen Kosten parallel das Ergebnis nicht mehr.

Operativ ist nach den vielen schwierigen Jahren der Dürre dieses Jahr eine schwarze Null drin, mit dem Sonderertrag liegt das Jahresergebnis natürlich deutlich drüber. Es bleibt abzuwarten, inwieweit sich das verbleibende operative Geschäft nunmehr entwickelt, doch ist mit der stärkeren Fokussierung des Geschäftes der richtige Schritt getan. Die weitere Entwicklung ist schwer abschätzbar, doch anstehende Roherträge von neu entwickelten Produkten, die ersten Anzahlungen für Lizenzvergaben sowie der bereits bestehende Cashpuffer und der noch kommende Cash stimmen uns für die weitere Unternehmens- und damit Ergebnisentwicklung zuversichtlich.

Dialog Semiconductor Plc.

Nettocash:** 0,63

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 0,80

28.11.2008 / Xetra

Währung: USD

USD/EUR: 1,2642

Stammdaten:

ISIN: GB0059822006

WKN: 927200

Börsenkürzel: DLG

Aktienanzahl³: 45,100

Marketcap³: 35,92

EnterpriseValue³: 14,16

³ in Mio. / in Mio. USD

Freefloat: 76,2 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

WESTLB AG

Analysten:

Leipold Philipp

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Chemie, Industrie, Technologie

Fokus: Halbleiter, Mixed-Signal-ASICs

Mitarbeiter: 245 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1985

Firmensitz: Kirchheim/ Teck

Vorstand: Jalal Bagherli, Jean-Michel Richard



Die Dialog Semiconductor Plc. mit Hauptsitz in Kirchheim/Teck entwickelt und vermarktet Mixed-Signal-ASICs (anwendungsspezifische integrierte Schaltkreise) und systemintegrierte Halbleiter-Technologie. Die Haupteinsatzgebiete der Chips ist hier die Mobilfunkbranche, mobile elektronische Geräte sowie die Automobil- und Industrieelektronikbranche. Die ASICs werden nach speziellen Kundenvorgaben individuell für bestimmte Funktionen eines Gerätes oder einer Anwendung entworfen und entwickelt. Die Produktion und das Testing der Chips wird an Partner, wie TSMC, Chartered, Xfab, ausgelagert („fabless-Geschäftsmodell“). Im Bereich der mobilen Kommunikation hat sich Dialog Semiconductor auf die Produktion von Chips für das Power Management und die Sprachverarbeitung konzentriert. Für den Bereich Automotive entwickelt und vermarktet Dialog Halbleiter für die Steuerung von Airbagsensoren, von Elektromotoren für Klimaanlage sowie von Infotainmentsystemen. Dialog Semiconductor hat Standorte in Deutschland, Japan, Taiwan, UK und in den USA und beschäftigt derzeit rund 150 Mitarbeiter weltweit. Bei den wichtigsten Kunden handelt es sich um Ericsson, Bosch, Apple und Siemens.

GuV in Mio. USD \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	93,94		86,77	
EBITDA	-30,00	neg.	-10,89	neg.
EBIT	-40,98	neg.	-17,27	neg.
Jahresüberschuss	-44,02	neg.	-18,99	neg.

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. USD zum 30.9.2008

Bruttocash	31,47		
Nettocash (unbereinigt)	31,27	Nettocash (bereinigt)	28,51
Eigenkapital (bereinigt)	56,23	KBV (bereinigt)	0,64
operativer Cashflow (12m)	12,51	Free Cash Flow (12m)	9,37

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	1,25	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0,35%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			87,1%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			79,4%

Finanztermine

19.02.2009: vorläufige Zahlen Q4 und GJ

Dialog Semiconductor Plc.

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten 2008: Deutlicher Anstieg des Umsatzes und operativen Ergebnisses

Die Dialog Semiconductor Plc. hat auch im dritten Quartal 2008 den eingeschlagenen Wachstumskurs erfolgreich fortsetzen können. Demnach erhöhten sich die Umsatzerlöse in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres signifikant um über 100 % auf 109,9 Mio. US-\$ (9M 2007: 52,2 Mio. €). Auch im gerade abgelaufenen dritten Quartal 2008 verzeichnete die Gesellschaft einen deutlichen Anstieg der Umsätze um knapp 78 % von 24,7 Mio. US-\$ auf 44,0 Mio. US-\$. Dabei wurden in den ersten drei Quartalen 2008 mit 81,7 Mio. US-\$ (VJ: 25,4 Mio. US-\$) knapp 75 % der Konzernumsätze im Segment Mobilfunk erzielt, während der zweite Geschäftsbereich mit 28,4 Mio. US-\$ (VJ: 26,9 Mio. US-\$) rund 25 % der gesamten Umsätze beisteuerte. Für das Wachstum waren weitere Design Wins sowohl bei Bestandskunden als auch bei Neukunden verantwortlich. Im Segment Mobilfunk konnten Aufträge für Smartphones und 3G/ HSDPA-Plattformen gewonnen werden.

Das operative Ergebnis (EBIT) lag in den ersten neun Monaten 2008 bei 1,35 Mio. US-\$ (Vorjahr: -18,4 Mio. US-\$), was eine signifikante Verbesserung gegenüber dem Vorjahr darstellt. Das Finanzergebnis fiel aufgrund des hohen Cashbestandes mit 0,24 Mio. US-\$ positiv aus. Dialog Semiconductor verfügt noch über Verlustvorräte aus der Vergangenheit von weit über 100 Mio. €, so dass Dialog Semiconductor auf Sicht der nächsten Jahre nur der Mindestbesteuerung unterliegt.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Dialog Semiconductor zum 30.09.08

Da ein Hauptteil der Umsätze in US-\$ fakturiert wird, weist Dialog Semiconductor die Bilanzpositionen im Rahmen der Berichterstattung in US-\$ aus. Zum Stichtag 30.9.2008 belief sich das bereinigte Eigenkapital auf 56,23 Mio. US-\$ (31.12.2007: 53,69 Mio. US-\$), was einer Eigenkapitalquote von rund 59 % entspricht. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis liegt aktuell bei 0,64. Die Zahlungsmittel inklusive der Wertpapiere lagen zum 30.9.2008 bei 31,47 Mio. US-\$. Zinstragende Verbindlichkeiten waren keine vorhanden. Die bereinigte Nettoliquidität haben wir mit 28,51 Mio. € errechnet. Damit ist die aktuelle Marktkapitalisierung zu knapp 80 % durch die bereinigte Nettoliquidität abgedeckt.

Dialog Semiconductor betreibt substanzielle Forschungs- und Entwicklungsarbeiten im Rahmen dessen auch eigene Entwicklungsleistungen aktiviert werden. Nach den ersten drei Quartalen 2008 betrugen die aktivierten Eigenleistungen 1,26 Mio. € US-\$. Die immateriellen Vermögensgegenstände stiegen auch infolgedessen von 2,44 Mio. US-\$ auf 4,37 Mio. US-\$ an. Der Free Cash Flow fiel in den ersten neun Monaten 2008 trotz der aktivierten Eigenleistungen sowie des Anstiegs des Working Capital infolge der deutlichen Ausweitung der Geschäftstätigkeit mit rund 0,1 Mio. US-\$ leicht positiv aus. In den Jahren 2006 und 2007 lag der Free Cash Flow bei 11,2 Mio. US-\$ bzw. -16,1 Mio. US-\$.

Fazit – Management ist trotz konjunktureller Unsicherheiten zuversichtlich für die Zukunft

Trotz der konjunkturellen Unsicherheiten hat der Vorstand von Dialog Semiconductor für das Schlussquartal 2008 einen weiteren Anstieg der Umsatzerlöse in Aussicht gestellt. In den letzten vier Quartalen konnte Dialog Semiconductor jeweils ein positives EBIT erwirtschaften.

Auch der Free Cash Flow lag nach den ersten neun Monaten 2008 wieder im positiven Bereich. Aufgrund der erfolgten Design Wins sowohl bei Neu- als auch bei Bestandskunden blickt das Management der Dialog Semiconductor zuversichtlich auf das kommende Geschäftsjahr 2009. Die Investitionen sollten aufgrund des „fabless-Geschäftsmodells“ moderat ausfallen.

Aufgrund der vielversprechenden Aussichten und der gesunden Bilanzstrukturen, erscheint uns die aktuelle Bewertung attraktiv.

DocCheck AG

Nettocash:** 2,12

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 2,55

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005471007

WKN: 547100

Börsenkürzel: AJ9

Aktienanzahl³: 5,343

Marketcap³: 13,62

EnterpriseValue³: 2,04

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 31,2 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Schnabel Christoph

schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: Healthcare- und B2B-Mark

Mitarbeiter: 119 Stand: 31.12.2007

Gründung: 1990

Firmensitz: Köln

Vorstand: Dr. Frank Antwerpes, CEO / Jan
Antwerpes, CFO



Die DocCheck AG ist aus der 1990 gegründeten antwerpes + partner GmbH hervorgegangen und besteht als Holding im wesentlichen aus den beiden Geschäftsbereichen antwerpes ag und DocCheck. Operativ konzentriert sich die antwerpes ag dabei auf die Entwicklung und Realisierung von Marketing und Vertriebsstrategien für den Healthcare- und B2B-Markt. Der Geschäftsbereich DocCheck steht für ein B2B-Portal mit dem Fokus auf medizinische Fachkreise in Europa mit mehr als 500.000 Nutzern sowie über 1.700 kooperierenden Websites. Um dieses Portal entwickelt das Unternehmen Geschäftsideen, die bestehende Wertschöpfungsketten im Healthcare-Markt durch innovative Online-Produkte und Services ersetzen. Zum Geschäftsbereich DocCheck gehören neben der DocCheck Medical Services GmbH, welche als Betreiber des DocCheck-Portal fungiert auch noch die DocCheck Medizinbedarf & Logistik GmbH, welche als Handelsplattform für Medizin- und Praxisbedarf fungiert sowie die DocCheck TV GmbH und die medicalpicture GmbH.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	13,60		14,69	
EBITDA	1,57	11,5%	1,42	9,7%
EBIT	1,09	8,0%	0,88	6,0%
Jahresüberschuss	0,91	6,7%	0,66	4,5%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.6.2008

Bruttocash	13,46		
Nettocash (unbereinigt)	12,71	Nettocash (bereinigt)	11,32
Eigenkapital (bereinigt)	16,81	KBV (bereinigt)	0,81
operativer Cashflow (12m)	0,48	Free Cash Flow (12m)	-2,16

Kennzahlen zum 30.6.2008

Liquidität 1. Grades	4,98	Cashburnrate in Jahren	5,24
Verschuldungsratio	0,08%	Cashburnrate in Quartalen	20,96
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			93,3%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			83,1%

Finanztermine

März 2009: Veröffentlichung GJ-Bericht
Mai 2009: Veröffentlichung HJ-Bericht

DocCheck AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Umsatzentwicklung liegt nach 9 Monaten mit 7 % vorn

Nach neun Monaten im Geschäftsjahr 2008 kann die DocCheck AG einen Umsatz in Höhe von 11,0 Mio. € vorweisen und übertrifft somit das Vorjahresergebnis um rund 7 %. Während der Umsatz im dritten Quartal leicht unter dem Vorjahresniveau stagnierte konnte die Gesellschaft insbesondere im ersten Halbjahr 2008 die Umsatzerlöse um 12% ausbauen. Als primärer Wachstumstreiber zeigte sich dabei vor allem das Handelsgeschäft (DocCheckShop), gefolgt vom Portalgeschäft rund um die DocCheck-Community. Leicht rückläufig präsentierte sich bereits zum Halbjahr das Agenturgeschäft der antwerpes welches sich somit dem allgemeinen Branchentrend nicht vollends entziehen konnte.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) verbesserte sich im entsprechenden Zeitraum markant gegenüber dem Vorjahreszeitraum von 0,04 Mio. € auf 0,29 Mio. €. Hier zeichnete sich neben einem geringfügigen Abbau der Lagerbestände um 0,05 Mio. € eine zum Halbjahr verbesserte Rohertragsmarge aus. Leichte Steigerungen beim Personalaufwand gab es zudem nur unterproportional zur Umsatzentwicklung.

Die positive Entwicklung spiegelte sich zum Halbjahr auch in der Entwicklung des operativen Cashflows wider, der sich gegenüber der Vorjahresperiode um 0,08 Mio. € auf - 0,04 Mio. € verbesserte.

Bewertung anhand der Kennzahlen der DocCheck AG zum 30.06.2008

Zum 30.6.2008 weist die DocCheck AG einen Bestand an liquiden Mitteln in Höhe von 11,47 Mio. € sowie Anlagen in Edelmetalle in Höhe von 1,98 Mio. € aus, so dass sich ein Bruttocash in Summe von 13,46 Mio. € ergibt. Saldiert um die zinsbaren Verbindlichkeiten, wie auch die erhaltenen Anzahlungen ergibt sich ein Nettocash in Höhe von 12,71 Mio. €. Bereinigt um die auf die Minderheiten entfallende und dem operativen Geschäft benötigte betriebsnotwendige Liquidität stellt sich zudem ein bereinigter Nettocash in Höhe von 11,32 Mio. € ein. Dementsprechend ist nahezu die komplette Marktkapitalisierung durch Cash abgedeckt.

Neben der hohen Cashquote zeigt sich auch die Eigenkapitalausstattung üppig. Mit einem um den Goodwill bereinigten Eigenkapital in Höhe von 16,81 Mio. € ergibt sich ein Buchwert je Aktie in Höhe von 3,15 €. Entsprechend stellt sich ein KBV von 0,81 ein. Die soliden Bilanzrelationen zeigen sich unter anderem auch in einer Liquidität 1. Grades von 4,98 sowie einem Verschuldungsratio von 0. Leicht negativ zeigt sich hingegen der Free-Cash-Flow der voran gegangenen 12 Monate mit -2,16 Mio. €. Dieser ist dabei insbesondere auf das zum 31.3.2008 abgeschlossene Aktienrückkaufprogramm zurückzuführen, durch welches knapp 300.000 eigene Aktien zurückerworben und zum Großteil (260.000) mit Beschluss vom 19.2.2008 eingezogen wurden. Operativ summieren sich die Cashflows der vorangegangenen 12 Monate hingegen auf 0,48 Mio. €.

Fazit – Mit einem Enterprise Value von 0,7 Mio. € bekommt man das Geschäft der DocCheck fast geschenkt.

Die DocCheck AG hat sich in den vergangenen Jahren erfolgreich in einem zukunftssträchtigen Nischenmarkt etabliert. Mit dem Onlineportal ist es der Gesellschaft gelungen, eine Plattform für den spezifischen Healthcare-Markt zu etablieren. Mit bereits 0,5 Mio. Nutzern bietet das Portal einen großen Fundus an zukünftigem Potenzial. Einen zusätzlichen Schub könnte das Portal zudem durch eine Lockerung der bisher recht starren gesetzlichen Regelungen im medizinischen Bereich erhalten. Der DocCheckShop mit dem Fokus auf medizinische Fachgeräte liegt ebenfalls voll im Trend und wird voraussichtlich als einer der Profiteure des zunehmenden Kostendrucks im Gesundheitswesen hervorgehen. Mit seinem Wachstum von 36 % im ersten Halbjahr 2008 ist der Shopbereich bereits heute schon der Wachstumsmotor, der Gruppe. Eine Beeinträchtigung des operativen Geschäfts sehen wir aufgrund konjunktureller Einflüsse zudem nur bedingt. Vielmehr wird entscheidend sein, in wie weit sich die gesetzlichen Rahmenbedingungen in den kommenden Jahren anpassen und sich der Healthcare-Markt weg vom stationären Sanitätshaus und dem Kataloggeschäft, hin zum Onlinemarkt entwickeln wird. Mit einem Enterprise Value von 2,04 Mio. € ist das operative Geschäft, verbunden mit dem angesprochenen zukünftigen Potenzial, quasi umsonst. Ein Auflösen dieser Unterbewertung könnte schon bald einen Kursanstieg nach sich ziehen.

Nettocash**: 1,60

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 1,63

28.11.2008 / FWB

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: AT0000785407

WKN: 922985

Börsenkürzel: FAA

Aktienanzahl³: 8,518

Marketcap³: 13,88

EnterpriseValue³: -6,68

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 29,0 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.3.

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

Analysten:

Leipold Philipp

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Fabasoft AG

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: eGovernment

Mitarbeiter: 195 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1994

Firmensitz: Linz

Vorstand: Leopold Bauernfeind, Helmut Fallmann



Die Fabasoft AG mit Hauptsitz in Linz ist einer der führenden Softwareanbieter von E-Governmentlösungen. Fabasoft ist mit Niederlassungen in Österreich, Deutschland und der Schweiz präsent und adressiert mit ihren Softwarelösungen vor allem Kunden aus dem öffentlichen Sektor. Das Kernprodukt der Fabasoft ist die eGov-Suite. Hiermit werden rund 80 % der Umsätze erzielt. Die Aufträge durch die öffentlichen Verwaltungen werden in der Regel im Rahmen von Ausschreibungsverfahren vergeben. Neben den Softwareprodukten bietet die Fabasoft auch entsprechende Dienstleistungen an. Die Softwareprodukte sind dabei plattformunabhängig und sind sowohl für Microsoft als auch für Open Source-Systeme verfügbar. Aktuell beschäftigt die Gesellschaft rund 200 Mitarbeiter.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.3.2007	Marge	31.3.2008	Marge
Umsatz	21,16		21,63	
EBITDA	1,09	5,2%	1,67	7,7%
EBIT	-0,89	neg.	-0,35	neg.
Jahresüberschuss	-0,42	neg.	0,51	2,4%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	15,31		
Nettocash (unbereinigt)	15,31	Nettocash (bereinigt)	13,63
Eigenkapital (bereinigt)	17,17	KBV (bereinigt)	0,81
operativer Cashflow (12m)	2,68	Free Cash Flow (12m)	0,97

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	2,25	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			110,3%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			98,1%

Finanztermine

27.02.2009: Veröffentlichung 9M-Bericht

Fabasoft AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten 2008: Schwächeres zweites Quartal führt zu Ergebnismrückgang

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08, welches am 31.3.2008 endete, verzeichnete die Fabasoft AG ein leichtes Umsatzplus von 2,2 % von 21,2 Mio. € in 2006/07 auf 21,6 Mio. €. Das EBITDA konnte dabei überproportional von 1,08 Mio. € in 2006/07 auf 1,67 Mio. € im Jahr 2007/08 gesteigert werden. Die Fabasoft AG hat dabei bislang immer auf eine Aktivierung von eigenen Entwicklungsleistungen verzichtet. Für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007/08 schüttete Fabasoft erstmalig eine Dividende in Höhe von 0,05 € an die Aktionäre aus.

Im ersten Halbjahr 2008/09 erzielte der Fabasoft-Konzern einen Umsatz in Höhe von 9,65 Mio. €, was einem leichten Umsatzrückgang gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert (1. HJ 2007/08: 9,86 Mio. €) entspricht. Dabei fiel das zweite Quartal 2008/09 mit einem Umsatzvolumen von 4,57 Mio. € (VJ: 4,59 Mio. €) schwächer als das erste Quartal aus. Aufgrund der komplexen Entscheidungsprozesse und langen Budgetierungszyklen bei den öffentlichen Verwaltungen weist das Geschäft der Fabasoft unterjährig eine hohe Volatilität auf.

Das EBITDA im ersten Halbjahr 2008/09 reduzierte sich aufgrund eines schwächeren zweiten Quartals allerdings im Vergleich zum Vorjahr von -0,02 Mio. € auf -0,37 Mio. €. Das EBITDA belief sich im zweiten Quartal 2008/09 auf -0,66 Mio. € (VJ: -0,10 Mio. €).

Bewertung anhand der Kennzahlen der Fabasoft AG zum 30.09.08

Im Oktober 2008 gab Fabasoft zudem bekannt, dass die im Rahmen von Aktienrückkaufprogrammen erworbenen eigenen Aktien, eingezogen worden sind. Dies betraf insgesamt 0,946 Mio. € eigene Aktien, so dass sich die ausstehende Aktienanzahl nunmehr auf 8,52 Mio. beläuft. Bei einem durchschnittlichen Kaufkurs von 3,10 € musste Fabasoft hierfür rund 2,79 Mio. € an liquiden Mitteln aufwenden.

Zum 30.9.2008 lagen die liquiden Mittel bei 15,31 Mio. €. Zudem ist die Gesellschaft frei von Bankverbindlichkeiten. Es gilt die 2,79 Mio. € zu berücksichtigen, die für den Rückkauf aufgewendet werden mussten. Die bereinigte Nettoliquidität lag zum 30.9.2008 bei 13,63 Mio. €, was eine bereinigten Nettoliquidität je Aktie von 1,60 € bedeutet. Bei einem Eigenkapital von 17,17 Mio. €. Ende September 2008 lag der Buchwert bei 2,02 €. Da Fabasoft auf eine Aktivierung von Eigenleistungen verzichtet, beliefen sich die immateriellen Vermögensgegenstände auf lediglich 0,15 Mio. €. Der operative Cash Flow fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 deutlich positiv aus und betrug 2,63 Mio. € (VJ: 1,08 Mio. €). Somit konnte das Investitionsvolumen in Höhe von 1,55 Mio. € (VJ: 1,84 Mio. €) vollständig aus operativen Cash Flow finanziert werden. Nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008/09 betrug der Free Cash Flow -2,86 Mio. €.

Fazit – Aktie notiert unter der aktuellen Cashposition, Fokus auf öffentlichen Sektor ist ein Vorteil

Die Fabasoft verfügt über eine große Anzahl von Referenzkunden im öffentlichen Sektor. So nutzen im Freistaat Bayern im Rahmen des Projektes „ELDORA“ rund 100.000 Mitarbeiter der öffentlichen Verwaltung die Software von Fabasoft für das Dokumentenmanagement und die Aktenbearbeitung. Der Wettbewerbsdruck im Rahmen von Ausschreibungsverfahren bei Neuprojekten im öffentlichen Sektor hat sich nach Angaben des Vorstands erhöht, was die Margensituation belastet. Es ist allerdings davon auszugehen, dass Softwareinstallationen im öffentlichen Dienst aufgrund der langen Vorlaufzeiten und des Umfangs der Projekte selten gegen andere Software wieder ausgetauscht werden. Fabasoft erwirtschaftet hier einen hohen Anteil der Umsatzerlöse durch wiederkehrendes Wartungsgeschäft. Hinsichtlich der Vergabevorhaben des öffentlichen Sektors im deutschsprachigen Raum gibt sich das Unternehmen vorsichtig optimistisch.

Zudem sollte sich der Fokus auf den öffentlichen Sektor bei einem schwierigeren konjunkturellen Umfeld als Vorteil für die Fabasoft erweisen. Fabasoft hat in den vergangenen zwei Jahren positive Cash Flows erzielt, weshalb wir die aktuelle Bewertung in Höhe der Marktbewertung als attraktiv erachten.

Nettocash**: 1,87

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 3,70

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KF6M8

WKN: A0KF6M

Börsenkürzel: H9Y

Aktienanzahl³: 6,400

Marketcap³: 23,68

EnterpriseValue³: 9,41

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 35,9 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.7.

Designated Sponsor:

LBBW

Analysten:

Gode Felix

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

HanseYachts AG

Unternehmensprofil

Branche: Anlage-, Fahrzeug-, Maschinenbau

Fokus: Segel- und Motoryachten

Mitarbeiter: 644 Stand: 31.7.2008

Gründung: 1993

Firmensitz: Greifswald

Vorstand: Michael Schmidt, Udo Potthast,
Gregor Bredenbeck



Die Geschäftstätigkeit der HanseYachts AG erstreckt sich auf die Herstellung und den Vertrieb von Segel- und Motoryachten. Dabei machen Segelyachten den größten Umsatzanteil aus. HanseYachts ist der drittgrößte Hersteller von Segelyachten weltweit. Daher ist der Exportanteil mit 85 % entsprechend groß. Über 30 Länder gehören zu den Exportzielen des Unternehmens. Die Produktpalette der HanseYachts umfasst 14 Modelle mit einer Länge von 24 Fuß bis 63 Fuß und beinhaltet die drei Marken Hanse®, Moody® und Fjord®. Das strategische Konzept umfasst die Konzentration auf technologisch anspruchsvolle Yachten mit einem guten Preis-Leistungs-Verhältnis, gepaart mit einem innovativen Design-Konzept. Seit kurzem gehören auch Motorboote zum Sortiment der HanseYachts. Mit der Übernahme der norwegischen Marke „Fjord“ ist der Einstieg in dieses Segment gelungen. Ergänzend zum Kerngeschäft betreibt HanseYachts eine so genannte Marina, ein an das Betriebsgelände angeschlossener Sportboothafen mit ca. 190 Liegeplätzen sowie ein Restaurant.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.7.2007	Marge	31.7.2008	Marge
Umsatz	105,23		135,27	
EBITDA	13,04	12,4%	10,85	8,0%
EBIT	10,96	10,4%	7,83	5,8%
Jahresüberschuss	7,26	6,9%	6,51	4,8%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 31.7.2008

Bruttocash	19,46		
Nettocash (unbereinigt)	11,96	Nettocash (bereinigt)	3,86
Eigenkapital (bereinigt)	68,00	KBV (bereinigt)	0,35
operativer Cashflow (12m)	-9,72	Free Cash Flow (12m)	-40,63

Kennzahlen zum 31.7.2008

Liquidität 1. Grades	0,84	Cashburnrate in Jahren	0,20
Verschuldungsratio	11,03%	Cashburnrate in Quartalen	0,78
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			50,5%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			50,5%

Finanztermine

10.12.2008: Veröffentlichung Q1-Bericht

HanseYachts AG

Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2007/08: Krise macht auch vor Booten nicht halt

Die Finanzkrise hat auch vor HanseYachts nicht halt gemacht, was sich in einer deutlichen Kaufzurückhaltung ausdrückt. Um Marktanteile zu gewinnen, hat HanseYachts im angelaufenen Geschäftsjahr, das am 31.07.2008 endete, Preiszugeständnisse getätigt. So konnten zwar die Umsatzerlöse um 28,6 % auf 135,3 Mio. € gesteigert werden, jedoch musste beim EBIT ein kräftiger Rückgang von 10,9 Mio. € auf 7,8 Mio. € hingenommen werden.

Neben der Ausweitung der Mitarbeiterzahl, den höheren Materialkosten und den verstärkten Vertriebsanstrengungen spielten dabei eben auch die Maßnahmen zu Absatzunterstützung in Form von Erlöschmälerungen eine Rolle.

Auch unterm Strich konnte das Ergebnis des Vorjahres nicht gehalten werden. Nach 7,26 Mio. € im Geschäftsjahr 2006/07 wurden im abgelaufenen Jahr 6,51 Mio. € erzielt, was einem Rückgang von 10,3 % entspricht. Die Mittel aus dem IPO in 2007 nutzte das Unternehmen, um seine Positionierung und Aufstellung zu optimieren. So wurde eine neue Produktionsstätte in Greifswald, eine neue Fertigungshalle in Polen und eine neue Montagehalle für Schiffe größer als 60 Fuß errichtet sowie weitere Modernisierungsmaßnahmen vollzogen, die eine verbesserte und effizientere Produktion zulassen.

Bewertung anhand der Kennzahlen der HanseYachts AG zum 31.07.08

Trotz eines positiven Ergebnisses im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte die HanseYachts keinen positiven operativen Cash-Flow ausweisen. Vielmehr musste ein operativer Mittelabfluss von 9,72 Mio. € ausgewiesen werden, was im Wesentlichen mit einer höheren Mittelbindung im Bereich der Vorräte und Forderungen in Verbindung steht. Wie oben bereits beschrieben, wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr maßgebliche Investitionen getroffen. Insgesamt belief sich der Investitionscashflow daher auf -30,91 Mio. €. Entsprechend lag auch der Free-Cash-Flow mit -40,63 Mio. € deutlich im negativen Bereich.

Diese Investitionen führten dazu, dass der Cash-Bestand stark abschnitzte. Waren zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres, kurz nach dem IPO, noch deutlich über 50 Mio. € vorhanden, beläuft sich der Bruttocashbestand nun noch auf 19,46 Mio. €. Immerhin sind damit noch 3,04 € des Aktienkurses mit Cash gepolstert. Jedoch hat das Unternehmen auch seine Finanzverschuldung ausgeweitet, so dass der Cash pro Aktie netto nur 1,87 € beträgt, womit rund 50 % der Marktkapitalisierung durch die Nettocashposition gedeckt ist. Bilanziell ist das Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von 70,7 % damit gut aufgestellt. Auch die Liquidität 1. Grades von 0,84 lässt keine Hinweise auf überproportionale Risiken zu. Zudem beläuft sich das um Goodwill bereinigte KBV der HanseYachts auf nur 0,35.

Fazit – kurzfristig harter Gegenwind erwartet, langfristig interessantes Investment

Jüngst hat HanseYachts umfangreiche Rationalisierungsmaßnahmen angekündigt. Das Unternehmen erwartet stagnierende bis rückläufige Absatzzahlen und hält aus diesem Grund auch eine Prognose für das laufende Geschäftsjahr für nicht möglich. Im Zuge der Rationalisierungen sollen unter anderem 110 Mitarbeiter entlassen werden, was ca. 15 % der gesamten Belegschaft entspricht. Zudem wurde Kurzarbeit beantragt, um die übrigen Arbeitsplätze zu sichern.

Diese Schärfe der Maßnahmen macht deutlich, wie brisant die Situation ist. Bedrohlich sollte die Krise jedoch für HanseYachts nicht werden, da ausreichend Cash vorhanden ist. Zudem sind alle wesentlichen Investitionen getätigt, so dass keine weiteren Mittelabflüsse von dieser Seite zu erwarten sind. Vielmehr haben diese dazu beigetragen, die Prozesse zu optimieren. Mit den eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen dürfte HanseYachts dann gestärkt aus der Krise hervorgehen. Kurzfristig ist noch von Gegenwind auszugehen, da die Zahlen zunächst einmal deutlich schwächer ausfallen sollten.

Langfristig ist die Aktie sicherlich ein sehr gutes Investment, mit hohem Steigerungspotenzial.

Nettocash**: 1,13

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 1,43

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005429906

WKN: 542990

Börsenkürzel: HLR

Aktienanzahl³: 11,618

Marketcap³: 16,61

EnterpriseValue³: 2,17

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 59,4 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 30.9.

Designated Sponsor:

Commerzbank AG

Analysten:

Leipold Philipp

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Heiler Software AG

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: eProcurement, PIM

Mitarbeiter: 82 Stand: 30.6.2008

Gründung: 1987

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Rolf Heiler, Wolfgang Köstler, Frank Schmidt



Die Heiler Software AG mit Hauptsitz in Stuttgart und einer Niederlassung in den USA ist ein Hersteller von Standardsoftware für elektronische Beschaffung (eProcurement) und Produktinformationsmanagement (PIM). Das Unternehmen wurde 1987 vom jetzigen Vorstand und Hauptaktionär Rolf Heiler gegründet und im Jahr 2000 erfolgte der Gang an den Neuen Markt in Frankfurt. Derzeit beschäftigt die Gesellschaft rund 80 Mitarbeiter. Kernprodukte sind der Heiler Product Manager und der Heiler Business Catalog. Über 270 Unternehmen und mehr als 200.000 Mitarbeiter nutzen die Softwarelösungen von Heiler Software. Renommierte Unternehmen, wie z. B. Beru, Daimler, Deutsche Bundesbank, Heidelberger Druckmaschinen, Lidl, RWE, Shell, zählen zum Kundenstamm der Heiler Software AG. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006/07 erzielte die Gesellschaft einen Umsatz von 10,2 Mio. € und ein EBIT von -0,2 Mio. €.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	30.9.2006	Marge	30.9.2007	Marge
Umsatz	8,70		10,23	
EBITDA	-0,12	neg.	0,06	0,6%
EBIT	-0,30	neg.	-0,17	neg.
Jahresüberschuss	0,48	5,5%	0,78	7,6%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.6.2008

Bruttocash	14,15		
Nettocash (unbereinigt)	14,00	Nettocash (bereinigt)	13,12
Eigenkapital (bereinigt)	17,65	KBV (bereinigt)	0,94
operativer Cashflow (12m)	0,08	Free Cash Flow (12m)	-0,10

Kennzahlen zum 30.6.2008

Liquidität 1. Grades	5,19	Cashburnrate in Jahren	131,17
Verschuldungsratio	0,87%	Cashburnrate in Quartalen	524,68
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			84,3%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			79,0%

Finanztermine

16.12.2008: Veröffentlichung GJ-Bericht

Heiler Software AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Weiter auf Wachstumspfad

In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2007/08 konnte die Heiler AG den dynamischen Wachstumspfad der vergangenen Jahre unvermindert beibehalten. Die Umsatzerlöse nach den ersten drei Quartalen 2007/08 lagen bei 9,46 Mio. €, was gegenüber der vergleichbaren Vorjahresperiode einem Wachstum von knapp 32 % entspricht. Davon wurden rund 27 % der Umsätze in den USA und in UK erwirtschaftet. Dabei entfielen rund 46 % auf den Bereich Beratung, während der Lizenzverkauf einen Umsatzanteil von knapp 30 % ausmachte und sich das Wartungsgeschäft für rund 15 % der Umsätze verantwortlich zeigte. Die jährliche Wartungsgebühr pro verkaufte Lizenz beläuft sich auf rund 19 %. Im dritten Quartal 2007/08 konnte das Wachstum aufgrund eines starken Lizenzgeschäftes mit 44 % nochmals beschleunigt werden.

Das EBITDA konnte gegenüber der Vorjahresperiode ebenfalls verbessert werden und fiel mit 0,46 Mio. € (VJ: 0,38 Mio. €) positiv aus. Dank eines erfreulichen Finanzergebnisses von 0,43 Mio. € belief sich das Vorsteuerergebnis (EBT) auf 0,66 Mio. € (VJ: 0,45 Mio. €). Heiler verfügt noch über hohe steuerlich nutzbare Verlustvorräte von rund 17 Mio. €, so dass Heiler auf längere Zeit nur der Mindestbesteuerung unterliegen wird.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Heiler Software AG zum 30.06.08

Zum Ende des dritten Quartals 2007/08 beliefen sich die liquiden Mittel auf 14,15 Mio. €. Es waren weder Bankverbindlichkeiten noch langfristige Verbindlichkeiten in nennenswerter Höhe zum Stichtag vorhanden. Des Weiteren hat Heiler für die Verlustvorräte von rund 17 Mio. € latente Steuern in Höhe von 1,35 Mio. € aktiviert. Das Eigenkapital betrug zum 30.6.2008 19,90 Mio. €. Die Bilanz ist nach unserer Ansicht sehr sauber. Die immateriellen Vermögensgegenstände lagen bei lediglich 2,50 Mio. €, wovon ein Großteil als Firmenwert auf die Akquisition der OKS Software im Mai 2006 entfällt. Das bereinigte Eigenkapital lag bei 13,12 Mio. €.

Der operative Cash Flow lag im Geschäftsjahr 2006/07 mit -0,33 Mio. € noch im negativen Bereich. In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2007/08 fiel der operative Cash Flow mit -0,09 Mio. € zwar noch leicht negativ aus, zeigte allerdings gegenüber dem Vorjahr eine deutliche Aufwärtstendenz (9M 2006/07: -0,86 Mio. €). Die Investitionen der Heiler sind aufgrund der Geschäftstätigkeit als reines Softwareunternehmen gering.

Fazit – Mittelfristig EBIT-Marge von 20 % angestrebt, aussichtsreiches Chance/Risiko-Verhältnis

Heiler ist auf einem guten Weg, die in Aussicht gestellten Wachstumsraten beim Umsatz von mehr als 10 % für die Geschäftsjahre 2007/08 sowie 2008/09, zu erreichen. Mittelfristig strebt der Vorstand eine EBIT-Marge von über 20 % an. Das organische Wachstum soll auch durch den weiteren Ausbau des indirekten Vertriebskanals erreicht werden. Beim operativen Cash Flow rechnen wir für das Gesamtjahr 2007/08 erstmalig mit einem deutlich positiven Wert. Bei dem erwarteten Umsatzwachstum sollten in den Folgejahren verstärkt Skaleneffekte zum Tragen kommen.

Heiler Software kann gute Wachstumsperspektiven, positive Cash Flows sowie einen sehr hohen Bestand an liquiden Mitteln vorweisen, was das Chance-Risiko-Verhältnis als aussichtsreich erscheinen lässt.

Nettocash**: 4,66

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 12,10

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006910938

WKN: 691093

Börsenkürzel: HTL

Aktienanzahl³: 3,800

Marketcap³: 45,98

EnterpriseValue³: 26,48

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 58,5 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

Hypo- & Vereinsbank

Analysten:

Leipold Philipp

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

HOTEL.DE AG

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: Online-Hotelreservierungen

Mitarbeiter: 441 Stand: 30.9.2008

Gründung: 2001

Firmensitz: Nürnberg

Vorstand: Heinz Raufer, Torsten Sturm, Reinhard Wick



Die hotel.de AG mit Hauptsitz in Nürnberg ist ein führender Online-Reservierungsservice für Hotelübernachtungen, der sowohl Geschäfts- als auch Privatkunden adressiert. Der Fokus richtet sich hierbei auf Geschäftskunden. Dabei betreibt hotel.de unter den Domains www.hotel.de (nationale Marke), www.hotel.info (internationale Marke), www.hotels.cz sowie weiteren Internetadressen einen weltweiten Hotel-Reservierungsdienst, welcher in insgesamt 17 Sprachen angeboten wird. Die Gesellschaft ist mit Tochtergesellschaften in Großbritannien, Frankreich, Spanien, China und Italien international vertreten. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 lag das Buchungsvolumen bei über 300 Mio. € mit aktuell über 2,6 Mio. registrierten Buchungskunden. Die Datenbank von hotel.de umfasst mehr als 100.000 buchbare Hotels. Durchschnittlich beschäftigte hotel.de im Jahr 2008 über 400 Mitarbeiter. Die Gesellschaft erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr Umsatzerlöse in Höhe von 25,88 Mio. € bei einem positiven EBIT von 1,94 Mio. €.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	19,30		25,88	
EBITDA	3,61	18,7%	2,40	9,3%
EBIT	3,38	17,5%	1,94	7,5%
Jahresüberschuss	2,12	11,0%	1,44	5,6%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	19,96		
Nettocash (unbereinigt)	19,75	Nettocash (bereinigt)	17,71
Eigenkapital (bereinigt)	24,16	KBV (bereinigt)	1,90
operativer Cashflow (12m)	0,64	Free Cash Flow (12m)	-0,12

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	2,73	Cashburnrate in Jahren	146,36
Verschuldungsratio	0,9%	Cashburnrate in Quartalen	585,42
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			42,9%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			38,5%

Finanztermine

HOTEL.DE AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Buchungsvolumen bereits über dem Wert von 2007

Die hotel.de AG konnte auch in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008 die hohen Wachstumsraten beim Umsatz und beim Buchungsvolumen fortsetzen. Die Umsatzerlöse stiegen in der Berichtsperiode um 35,4 % von 18,33 Mio. € in 2007 auf 24,82 Mio. € in 2008. Eine überproportionale Steigerung konnte dabei in den ausländischen Märkten erzielt werden, so dass der Auslandsanteil am Gesamtumsatz auf 46,9 % (9 M 2007: 40,1 %) weiter ausgebaut werden konnte. Positiv hervorzuheben sind hier vor allem die Regionen Frankreich, Italien und Tschechien. Das Buchungsvolumen belief sich nach den ersten drei Quartalen 2008 auf 317,6 Mio. € (VJ: 220,8 Mio. €) und lag damit bereits über dem Wert für das Gesamtjahr 2007 von rund 304 Mio. €. Auf das vermittelte Buchungsvolumen erhält hotel.de eine entsprechende Vermittlungsgebühr. Das Vorsteuerergebnis (EBT) verzeichnete in den ersten neun Monaten 2008 einen Anstieg von 1,66 Mio. € in 2007 auf 1,90 Mio. €. Das operative Ergebnis wurde positiv durch höhere sonstige betriebliche Erträge von knapp einer Mio. € durch die Auflösung von Rückstellungen, Währungsgewinnen sowie Kursgewinnen aus dem Verkauf von Geldmarktfonds beeinflusst. Diesem positiven Effekt standen höhere Personalkosten aufgrund der gestiegenen Mitarbeiterzahl sowie deutlich höhere sonstige betriebliche Aufwendungen infolge der signifikanten Ausweitung des Suchmaschinen-Marketings gegenüber. Der Jahresüberschuss in den ersten neun Monaten 2008 lag bei 1,30 Mio. € (VJ: 1,00 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von € 0,35 € (VJ: 0,27 €) entspricht.

Bewertung anhand der Kennzahlen der hotel.de AG zum 30.09.2008

Das Eigenkapital der hotel.de AG belief sich zum Stichtag 30.9.2008 auf 24,32 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 76,9 % gleichkommt. Auf der Aktivseite wurden immaterielle Vermögensgegenstände in Höhe von 1,38 Mio. € bilanziell erfasst, wovon rund 0,16 Mio. € auf Firmen- und Geschäftswerte entfielen. Der bereinigte Buchwert je Aktie lag folglich bei rund 6,44 €. Die liquiden Mittel beliefen sich zum 30.9.2008 auf 16,68 Mio. €. Zudem verfügt hotel.de über Wertpapiere von insgesamt 3,28 Mio. €, welche überwiegend in Geldmarktfonds und festverzinsliche Anlagen investiert waren. Die Nettoliquidität betrug Ende September 2008 knapp 19,75 Mio. €. Die bereinigte Nettoliquidität lag bei 17,71 Mio. €, was eine Nettoliquidität von 4,72 € je Aktie bedeutet.

In den beiden letzten Geschäftsjahren 2006 und 2007 erzielte hotel.de einen leicht positiven operativen Cash Flow in Höhe von 0,29 Mio. € bzw. 0,60 Mio. €, der jedoch durch die deutliche Ausweitung der Geschäftsaktivitäten und die internationale Expansion belastet wurde. Die Investitionen in Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögensgegenstände beliefen sich auf 0,36 Mio. € in 2006 respektive 1,95 Mio. € in 2007, so dass der Free Cash Flow in diesen Jahren leicht negativ ausfiel. Im laufenden Geschäftsjahr 2008 konnte trotz des anhaltenden dynamischen Wachstums ein Free Cash Flow in Höhe von knapp 0,30 Mio. € erwirtschaftet werden.

Fazit – Starker Markenname und internationale Positionierung lassen weiteres Wachstum erwarten

Hotel.de verfügt über einen starken Markennamen im Markt für Online-Hotel-Reservierungen und kann in der Zwischenzeit auf über 2,6 Mio. registrierte Buchungskunden und einen Pool von über 100.000 Hotels verweisen. Aktuell gewinnt hotel.de monatlich rund 50.000 bis 60.000 Buchungskunden, insbesondere im stark wachsenden Firmenkundengeschäft, neu hinzu. Das Buchungsangebot ist derzeit in 17 verschiedenen Sprachen verfügbar. Mit eigenen Niederlassungen in Großbritannien, Frankreich, China, Spanien und Italien ist hotel.de international präsent und annähernd 50 % der Konzernumsätze werden bereits im Ausland erzielt.

Wir sind der Ansicht, dass die weitere internationale Expansion vornehmlich aus dem operativen Cash Flow finanziert werden kann. Fallende Hotelpreise und Budgetkürzungen bei Geschäftskunden für Hotelübernachtungen infolge der konjunkturellen Abschwächung könnten sich negativ auf die Umsatzentwicklung der hotel.de auswirken. Dagegen sollte die Gewinnung von Neukunden in den ausländischen Märkten zu einem weiteren Anstieg des Buchungsvolumens im nächsten Jahr führen. Zudem gilt es zu bedenken, dass die Höhe des operativen Ergebnisses auch in einem starken Maße von der Steuerung der Marketingaufwendungen abhängig ist. Bei den aktuellen Kursen um 12 € beträgt der EV rund 24 Mio. €, was wir vor dem Hintergrund des starken Brands, der hohen Anzahl an Buchungskunden und der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells als attraktiv ansehen.

Hyrican Informationssysteme AG

Nettocash: 3,52**

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 5,79

28.11.2008 / FWB

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006004500

WKN: 600450

Börsenkürzel: HYI

Aktienanzahl³: 4,000

Marketcap³: 23,16

EnterpriseValue³: 6,05

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 30,0 %

Transparenzlevel:

OpenMarket

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Leipold Philipp

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT

Fokus: PCs, Notebooks

Mitarbeiter: 99 Stand: 31.12.2007

Gründung: 1990

Firmensitz: Kindelbrück

Vorstand: Michael Lehmann, Sven Lüttig



Die Hyrican Informationssysteme AG mit Sitz im thüringischen Kindelbrück ist ein Hersteller von PCs, Notebooks, Server und Workstations. Darüber hinaus bietet die Gesellschaft umfassende Servicedienstleistungen im Bereich after-sales an. Die Gesellschaft wurde im Jahr 1990 unter dem Namen "Lehmann & Partner GmbH" gegründet und im Jahr 1991 in "Hyrican Informationssysteme AG" umbenannt. Das Produktportfolio umfasst die Produktion von Personalcomputern, Servern und Notebooks sowie den Handel von Peripherie und Zubehör. Zu dem Kundenstamm zählen große Versandhandelsunternehmen, namhafte Elektronik-Ketten, Systemhäuser sowie der Fachhandel. In den Geschäftsjahren 2006 und 2007 wurde ein Umsatz in Höhe von 66,23 Mio. € bzw. 77,45 Mio. € bei einem jeweils deutlich positiven Vorsteuerergebnis von 4,43 Mio. € bzw. 9,10 Mio. € erzielt.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	66,23		77,45	
EBITDA	4,59	6,9%	9,25	11,9%
EBIT	4,43	6,7%	9,10	11,7%
Jahresüberschuss	3,10	4,7%	5,89	7,6%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	20,16		
Nettocash (unbereinigt)	18,59	Nettocash (bereinigt)	14,06
Eigenkapital (bereinigt)	25,42	KBV (bereinigt)	0,91
operativer Cashflow (12m)	9,30	Free Cash Flow (12m)	9,17

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	2,71	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	6,18%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			80,3%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			60,7%

Finanztermine

27.03.2009: Veröffentlichung GJ-Bericht	14.08.2009: Veröffentlichung HJ-Bericht
30.04.2009: Hauptversammlung	
15.05.2009: Veröffentlichung Q1-Bericht	

Hyrican Informationssysteme AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Umsatzrückgang in den ersten neun Monaten 2008

Die Hyrican Informationssysteme AG verzeichnete in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008 einen deutlichen Umsatzrückgang. Die Umsatzerlöse beliefen sich in 2008 auf 43,50 Mio. € gegenüber 58,55 Mio. € in der vergleichbaren Vorjahresperiode. Auch im dritten Quartal 2008 lag der Umsatz mit 12,2 Mio. € deutlich unter dem Vorjahresniveau (Q3 2007: 18,5 Mio. €). Die Rohertragsmarge lag nach den ersten drei Quartalen 2008 bei 14,49 % (VJ: 16,66 %). Hyrican operiert als Hersteller von PCs und Notebooks mit einer geringen Rohertragsmarge.

Aufgrund der äußerst schlanken Kostenstruktur gelang es der Gesellschaft dennoch ein deutlich positives operatives Ergebnis zu erzielen. Das EBIT belief sich in den ersten neun Monaten 2008 auf 3,24 Mio. € (VJ: 6,17 Mio. €). Im dritten Quartal 2008 erzielte die Gesellschaft ein EBIT von 1,19 Mio. € (VJ: 2,31 Mio. €). Das Finanzergebnis fiel im 9-Monatsberichtszeitraum aufgrund des hohen Bestandes an liquiden Mitteln mit 0,53 Mio. € deutlich positiv aus. Unter Berücksichtigung der Konzernsteuerquote von knapp 26 % betrug der Jahresüberschuss 2,79 Mio. € (VJ: 4,23 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,70 € (VJ: 1,06 €) entspricht.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Hyrican Informationssysteme AG zum 30.09.08

Das bereinigte Eigenkapital belief sich zum Stichtag 30.9.2008 auf 25,42 Mio. €. Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 74,3 %. Der bereinigte Buchwert je Aktie beträgt 5,80 €. Die Aktivseite der Bilanz wird von den liquiden Mitteln, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Vorräten dominiert. Die immateriellen Vermögensgegenstände lagen bei lediglich 0,08 Mio. €.

Die liquiden Mittel lagen Ende September 2008 bei 20,16 Mio. €, denen Bankverbindlichkeiten von 1,39 Mio. € auf der Passivseite der Bilanz gegenüberstanden. Damit ist die aktuelle Marktkapitalisierung fast vollständig durch den Bestand an liquiden Mitteln abgedeckt. Die bereinigte Nettoliquidität belief sich zum 30.9.2008 auf 14,06 Mio. €, was einer bereinigten Nettoliquidität je Aktie von 3,52 € entspricht. Das KBV beläuft sich auf 0,91 €.

Die Investitionen in die Geschäftsausstattung lagen in den vergangenen Jahren mit rund 0,1 bis 0,3 Mio. € auf einem sehr moderaten Niveau und sollten auch in den kommenden Jahren niedrig ausfallen. Das Sachanlagevermögen, bereinigt um Grundstücke, lag demzufolge auch nur bei 0,16 Mio. €. In den Jahren 2006 und 2007 erzielte Hyrican eine Free Cash Flow von -4,9 Mio. € bzw. 9,2 Mio. €.

Fazit – Erwartete Dividendenrendite von mehr als 10 %

Die Aktie der Hyrican zeichnet sich seit je her durch eine hohe Dividendenrendite aus. In den letzten Jahren lag die Ausschüttungsquote bei über 70 %. In den Jahren 2006 und 2007 wurde eine Dividende je Aktie von 0,60 € respektive 1,10 € ausgeschüttet. Bei einem erwarteten Gewinn von mehr als 0,90 € für das laufende Geschäftsjahr errechnet sich hieraus eine Dividende von mindestens 0,60 €. Dies entspricht auf Basis des aktuellen Kurses einer Dividendenrendite von über 10 %.

Hyrican hat in der Vergangenheit erfolgreich unter Beweis gestellt, dass eine profitable Produktion von PCs und Notebooks auch in Deutschland möglich ist. So erzielte Hyrican seit der Gründung im Jahr 1990 noch nie einen Verlust auf Jahresbasis. Die kostengünstige Produktion wird durch ein niedriges Lohnniveau am Standort in Ostdeutschland und eine sehr schlanke Kostenstruktur ermöglicht. Viele Kunden der Hyrican kommen aus dem öffentlichen Dienst. Hier lassen sich auch im Rahmen von öffentlichen Ausschreibungen deutlich bessere Rohmargen durchsetzen als im reinen Retailsegment. Die hohen liquiden Mittel, welche fast die gesamte Marktkapitalisierung abdecken, sowie das niedrige KGV und der positive Free Cash Flow lassen die Aktie der Hyrican attraktiv erscheinen.

Kizoo AG

Nettocash:** 4,54

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 4,33

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000CMBT111

WKN: CMBT11

Börsenkürzel: CMBT

Aktienanzahl³: 38,400

Marketcap³: 166,27

EnterpriseValue³: -77,73

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 24,9 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

LBBW

Analysten:

Freisler Jörn

freisler@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: Beteiligungen

Mitarbeiter: 94 Stand: 31.12.2007

Gründung: 1995

Firmensitz: Karlsruhe

Vorstand: Michael Greve (Vorsitzender)



Die Kizoo ist eine Entwicklungs- und Beteiligungsgesellschaft mit Schwerpunkt auf Internetdienste und digitale Kommunikation. Bereits seit 2000 notiert die Kizoo AG (bis 9. Mai 2008 ComBOTS AG, vormals WEB.DE AG) an der Börse. Die Gesellschaft war bis 2007 ein Unternehmen für digitale Kommunikation (Personal Digital, Communication), das nach eigenen Angaben Online Dienste und –Dienstleistungen sowie elektronische und nicht elektronische Kommunikations- und Medienprodukte entwickeln, betreiben und vermarkten wollte. Nachdem die Markteinführung eines Multimedia-Messaging-Dienstes 2007 scheiterte, richtet sich das Unternehmen seit 2008 neu aus. Kerngeschäft sollen nun Beteiligungen an jungen Technologieunternehmen sein. Erste Beteiligungen ging die Gesellschaft zum einen mit 8,8% an der United Internetgruppe, und darüber hinaus auch als Minderheit am Sprachen-Portal Babel.com ein. Auf lange Sicht überlegt Kizoo in den Bereichen Web 2.0 und Social Communities eigene Produkte zu vertreiben; im nächsten halben Jahr ist aber nicht mit operativen Umsätzen zu rechnen.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	0,00		0,00	
EBITDA	-36,51	#DIV/0!	-25,59	#DIV/0!
EBIT	-43,10	#DIV/0!	-41,80	#DIV/0!
Jahresüberschuss	-33,34	#DIV/0!	-36,59	#DIV/0!

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	184,28		
Nettocash (unbereinigt)	175,06	Nettocash (bereinigt)	174,52
Eigenkapital (bereinigt)	247,43	KBV (bereinigt)	0,67
operativer Cashflow (12m)	-13,02	Free Cash Flow (12m)	35,94

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	52,03	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			105,3%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			105,0%

Finanztermine

26.03.2009: Veröffentlichung GJ-Bericht

Kizoo AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Neue Strategie mit Fokus auf Beteiligungen

Das dritte Quartal 2008 war geprägt von der Umsetzung der strategischen Neuausrichtung und der Finanzkrise mit ihren bislang rein bilanziellen Auswirkungen auf die Gesellschaft. Mit der Erstrundenfinanzierung der Lesson Nine GmbH, Berlin mit ihrem Sprachportal Babbel.com werden im Rahmen der Beteiligung in den nächsten 12 Monaten ein sechsstelliger Betrag in Produkt und Vertrieb von Babbel.com fließen. Die Beteiligung an der United Internet Gruppe verlor durch die Verwerfungen am Finanzmarkt und die in diesem Zusammenhang gesunkenen Kurse, zum Stichtag am 30.09.2008 insgesamt 109,7 Mio. €. Bei 22,2 Mio. gehaltenen Aktien beläuft sich der Wert der Position heute auf 112,77 Mio. €.

Darüber hinaus wurde im dritten Quartal eine Vielzahl von weiteren Investitionsanfragen bearbeitet, aus denen bisher keine bindenden Beteiligungszusagen erfolgt sind. Außerdem versucht die Kizoo sich auf dem Venture Capital-Markt zu positionieren und will dabei von ihrer Erfahrung in der Industrie profitieren. Nachdem im Zuge der Neuausrichtung auch im 3. Quartal keine Umsätze generiert werden konnten, stellen sich die Finanzzahlen im 3. Quartal folgendermaßen dar: Bei planmäßigen Abschreibungen von 0,6 Mio. € ergab sich ein EBITDA von -1,1 Mio. € (unverändert zu Q2). Das EBIT betrug im 9-Monatszeitraum -5,23 Mio. € (Vorjahr: -4,93 Mio. €). Durch die Anlage der liquiden Mittel und übrigen Wertpapiere wurde immerhin ein positives Finanzergebnis von 13,70 Mio. € erzielt, was schließlich zu einem Periodenergebnis von 7,75 Mio. € führte.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Kizoo AG zum 30.09.2008

Durch die komfortable Ausstattung mit Bruttocash-Reserven von 184,28 Mio. € zum 30.09.2008 scheint die Kizoo auf den ersten Blick einen recht soliden Eindruck zu vermitteln. Betrachtet man aber die einzelnen Positionen gesondert, so fällt auf, dass sich dieser Wert aus 6,17 Mio. € liquiden Mitteln und 178,11 Mio. € Wertpapieren zusammensetzt, welche dem ständigen Risiko von Kursverlusten unterliegen.

Durch die geringen zinsbaren Verbindlichkeiten, kommt bei der Kizoo eine Nettoliquidität von 175,06 Mio. € zustande, welche sich bereinigt um operativ notwendiges Kapital und Minderheiten auf 174,52 Mio. € reduziert. Mit einer Verschuldungsrate von knapp 4% hat die Gesellschaft einen starken Liquiditätsstock. Die Liquidität 1. Grades hingegen fällt mit knapp mehr als 52,03 eher moderat aus. Je Aktie ergibt sich so ein bereinigter Netto-Cashbestand von 4,54 €, was knapp 105% der Marktkapitalisierung ausmacht. Weiter weist das Unternehmen einen operativen 12-Monats-Cashflow von -13,02 Mio. € aus. Der Free-Cashflow auf 12-Monats-Basis ist jedoch positiv und beträgt 35,94 Mio. €. Allerdings ist der positive Free-Cashflow fast ausschließlich auf Auszahlungen der Beteiligungsinvestitionen und Veränderungen der gehaltenen Wertpapiere zurückzuführen. So hängt die zukünftige Entwicklung der Cashflows zu einem hohen Maße von der Performance der Beteiligungen ab und unterliegt einem hohen Unsicherheitsfaktor. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis der Kizoo AG beträgt 0,67.

Fazit – Zukünftige Entwicklung hängt stark von Beteiligungen ab

Die Kizoo versucht den begonnenen Markteintritt als Entwicklungs- und Beteiligungsgesellschaft mit Schwerpunkt auf Internetdienste und digitale Kommunikation weiter mit Nachdruck fortzusetzen. Im vierten Quartal plant die Gesellschaft die Realisierung eigener Produkte und Beteiligungen an jungen Unternehmen mit Wachstumspotential weiter zu prüfen und voranzutreiben. Für das vierte Quartal 2008 rechnet die Kizoo derzeit aus operativer Sicht mit einem leicht negativen Periodenergebnis in der Größenordnung des dritten Quartals. Sollten sich die Abschreibungsrisiken im Wertpapierportfolio ganz oder teilweise erhärten, wird das geplante Jahresergebnis der Gesellschaft entsprechend niedriger ausfallen.

Die Beteiligung an United Internet hat weiterhin eine große Bedeutung für die Vermögenssituation des Unternehmens und diese gilt es gerade vor dem Hintergrund der Sensitivität der Gesellschaft auf Kurschwankungen, immer wieder auf Rentabilität zu prüfen. Ob die Kizoo AG auch weiterhin einen positiven Free-Cashflow erzielen wird und somit in der Erfolgsspur bleibt, hängt letztendlich stark davon ab, wie sich die eingegangenen Beteiligungen zukünftig entwickeln werden und ob es ihr gelingt, mit eigenen Produkten in Zukunft Umsätze zu erzielen.

Nettocash**: 0,36

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 0,21

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: NL0000233195

WKN: 932728

Börsenkürzel: LCY

Aktienanzahl³: 312,300

Marketcap³: 65,58

EnterpriseValue³: -65,75

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 35,8 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

HSBC T. & B.

Analysten:

Filker Cosmin

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Lycos Europe N.V.

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: Hosting, Internetdienstleistungen

Mitarbeiter: 694 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1997

Firmensitz: Haarlem/NL

Vorstand: Christoph Mohn



Lycos Europe N.V. ist eines der führenden europäischen Internetportale, die ein Europa übergreifendes Netzwerk von Websites in sieben Sprachen betreibt. Die breite Kombination aus Portal & Communication, Communities, Web Hosting & Domain Names sowie Shopping gewährleistet eine Adressierung unterschiedlichster Zielgruppen. Das operative Geschäft der Gesellschaft untergliedert sich dabei in drei Geschäftsbereiche. Im Segment Portal & Search, Access, Communication & Communities können die Kunden von Lycos nach Nachrichten suchen, Chatforen benutzen sowie Email-Accounts einrichten. Mit dem Web Hosting & Domain Names können ohne Programmierkenntnisse hochwertige Webseiten mit individuellem Design schnell und unkompliziert erstellt werden. Der dritte Geschäftsbereich Shopping, in dem die Tochtergesellschaften Pangora GmbH und mentays GmbH eingegliedert sind, ist gleichzeitig das umsatzstärkste Segment der Lycos N.V. Insgesamt beschäftigt das 1997 gegründete Unternehmen zum Bilanzstichtag 30.09.2008 694 Mitarbeiter.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	82,38		76,71	
EBITDA	-7,16	neg.	-38,47	neg.
EBIT	-13,14	neg.	-43,97	neg.
Jahresüberschuss	-11,07	neg.	40,05	52,2%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	129,38		
Nettocash (unbereinigt)	121,32	Nettocash (bereinigt)	112,09
Eigenkapital (bereinigt)	147,78	KBV (bereinigt)	0,44
operativer Cashflow (12m)	-89,32	Free Cash Flow (12m)	-89,32

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	4,61	Cashburnrate in Jahren	1,25
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	5,02
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			185,0%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			170,9%

Finanztermine

Februar 2009: Veröffentlichung GJ-Bericht	August 2009: Veröffentlichung HJ-Bericht
April 2009: Veröffentlichung Q1-Bericht	Oktober 2009: Veröffentlichung 9M-Bericht
Mai 2009: Hauptversammlung	

Lycos Europe N.V.

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten : Umschichtung liquider Mittel führt zu Cashflow-Belastungen

Der Vergleich der 9-Monatszahlen 2008 mit der Vorperiode 2007, zeigt eines deutlich: die Lycos strebt eine Konzentration auf die Kerngeschäftsfelder an und bündelt ihre Kräfte in der Produktentwicklung. Demzufolge wurde die Beteiligung an der Seznam.c.z., a.s., einem tschechischen Suchmaschinenbetreiber, veräußert. Die Erlöse aus diesem Verkauf in Höhe von 65,00 Mio. €, die sich sowohl im Finanzergebnis als auch im Investitions-Cashflow des Vorjahres auswirkten, führten in Folge zu Basiseffekten für das laufende Jahr. Dementsprechend kam es in den ersten drei Quartalen 2008 zu einer Reduktion des Cashflows aus Investitionstätigkeit von 26,83 Mio. € (VJ 2007) auf -42,79 Mio. €. Dieser negative Betrag liegt auch in einer Umschichtung liquider Mittel in kurzfristige Einlagen in Höhe von 41,5 Mio. € begründet.

Zudem konnte die Lycos vor allem aufgrund gesunkener Werbeumsätze nicht an die Vorjahresumsätze anknüpfen. Die Gesamtumsätze reduzierten sich um 19,7 % auf 46,91 Mio. € (VJ: 58,38 Mio. €). Das EBIT beläuft sich in Folge aufgrund von Kostenreduktionseffekten auf -22,99 Mio. € (VJ: -36,44 Mio. €) und das Ergebnis vor Steuern auf -17,26 Mio. € (VJ: 31,95 Mio. €). Im Vorjahr ist der angesprochene Veräußerungseffekt in Höhe von 65,00 Mio. € enthalten. Diese Einnahmen wurden ergebniswirksam in den Finanzerträgen ausgewiesen. Das negative Periodenergebnis wirkt sich in einem operativen Cashflow in Höhe von -16,41 Mio. € aus, das in einem Free Cashflow von -59,20 Mio. € mündet.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Lycos Europe N.V. zum 30.09.08

Die unter den Erwartungen verlaufene operative Entwicklung der Lycos Europe N.V. hatte im Vergleich zum Geschäftsjahr 2007 eine Reduktion der liquiden und liquiditätsnahen Mittel in Höhe von 17,99 Mio. € auf 129,38 Mio. € zur Folge. Nicht zuletzt aufgrund von Umschichtungen liquider Mittel in kurzfristige Kapitalanlagen sowie der operativ schwachen Entwicklung bewegt sich der freie Cashflow der letzten 12 Monate mit -89,32 Mio. € auf einem sehr niedrigen Niveau. Dennoch verfügt die Gesellschaft über einen ausreichend hohen Bestand an liquiden Mitteln, der unbereinigt zum Bilanzstichtag 30.09.08 129,38 Mio. € beträgt. Um betriebsnotwendiges Kapital und Finanzverbindlichkeiten bereinigt, ist das Unternehmen mit einem Nettocash von 112,09 Mio. €, oder 0,36 € je Aktie, ebenfalls gut ausgestattet. Der derzeitige Aktienkurs von 0,21 € zeigt, dass sich die Kursniveaus deutlich unter dem Cash bewegen. Ein weiteres Indiz dieser sehr niedrigen Kursniveaus deckt zudem ein bereinigtes KBV von 0,44 auf.

Momentan verfügt die Gesellschaft über Verbindlichkeiten in Höhe von 36,12 Mio. €, die bei einem Eigenkapital von 147,78 Mio. € (EK-Quote: 80,5 %) eine Verschuldungsratio in Höhe von 0 % ergeben. Eine Abdeckung der kurzfristigen Verbindlichkeiten ist unter Zuhilfenahme der liquiden Mittel gewährleistet (Liquidität 1. Grades: 4,61).

Fazit – Konzentration auf Produktentwicklung sollte nötige Impulse liefern

Die Aktie der Lycos Europe N.V. ist einer der wenigen deutschen Werte, die momentan weit unter dem bilanziellen Cashbestand notieren. Dieser Zustand ist insbesondere auf die negative Kursentwicklung zurückzuführen, die im Zuge der Finanzmarktkrise zu einer Halbierung des Marktwertes geführt hatte. Doch auch andere Faktoren zeichnen sich für diesen Wertverlust verantwortlich, wie etwa nachlassende Umsätze und Ergebnisse bei sehr hohen negativen freien Cashflows. Dabei konnte das Unternehmen in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008 die rückläufigen Kostenquoten nicht in ein positives Ergebnis umwandeln. Verantwortlich hierfür sind vor allem die rückläufigen Werbeumsätze, die im Vorjahresvergleich um 42 % geringer ausfielen.

Als Folge der schlechten operativen Entwicklung beschloss die Gesellschaft die bereits begonnenen Restrukturierungsmaßnahmen fortzusetzen und sich von ihren Kerngeschäftsfeldern Domain und Shopping zu trennen. Weiterhin soll das unprofitable Webhosting- und Portalgeschäft liquidiert werden und aus den verbliebenen liquiden Mitteln ein Betrag in Höhe von 50 Mio. € (0,16 € je Aktie) an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Die Tatsache, dass das Unternehmen seit seinem Bestehen positive Ergebnisse nur durch Teilverkäufe erzielen konnte, wird wohl vermutlich letztendlich zur Schließung von Lycos Europe N.V. führen. Entsprechende Beschlüsse werden auf der außerordentlichen Hauptversammlung Mitte Dezember getroffen werden.

Nettocash**: 2,02

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 2,20

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0007220782

WKN: 722078

Börsenkürzel: MGX

Aktienanzahl³: 11,535

Marketcap³: 25,38

EnterpriseValue³: -4,97

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 36,6 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 30.9.

Designated Sponsor:

Dresdner Bank

Analysten:

Gode Felix

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

MAGIX AG

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: digitale Inhalte und multimediale
Kommunikation

Mitarbeiter: 296 Stand: 30.6.2008

Gründung: 1993

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Jürgen Jaron, Dieter Rein, Tilman
Herberger



Die MAGIX AG ist ein international tätiger Anbieter hochwertiger Software, Online-Dienste und digitaler Inhalte im Bereich der multimedialen Kommunikation. Seit dem Jahr 2003 entwickelt MAGIX Softwarelösungen zur Gestaltung, Bearbeitung und Archivierung digitaler Fotos, Videos und Musik. Angesichts der Verkaufszahlen ist MAGIX im Multimediabereich Marktführer in Deutschland und vielen wichtigen europäischen Auslandsmärkten. Das Geschäft der MAGIX ist dabei in drei Geschäftsbereiche gegliedert. Den größten Umsatzanteil leistet dabei der Bereich „Professional und Consumer“ mit einem Anteil von rund 60 %. Hier werden die selbst entwickelten Softwareprodukte über den nationalen und internationalen Einzelhandel an private Anwender gebracht. Aber auch auf eigenen Webseiten werden verschiedene Softwareprodukte angeboten. Dieser rund ein Drittel der Umsätze ausmachende Bereich wird unter dem Geschäftsfeld „Portale“ zusammengefasst. Schließlich vertreibt MAGIX Lizenzen für die selbst erstellten Softwareprodukte im Bereich „OEM“ an Gerätehersteller für beispielsweise Handys, Foto- und Videokameras oder PCs. Dieser Bereich ist mit rund 5 % Umsatzanteil recht klein.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	30.9.2006	Marge	30.9.2007	Marge
Umsatz	35,79		32,66	
EBITDA	11,20	31,3%	5,37	16,4%
EBIT	8,23	23,0%	3,06	9,4%
Jahresüberschuss	5,13	14,3%	2,52	7,7%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.6.2008

Bruttocash	25,54		
Nettocash (unbereinigt)	25,54	Nettocash (bereinigt)	23,29
Eigenkapital (bereinigt)	44,72	KBV (bereinigt)	0,57
operativer Cashflow (12m)	3,14	Free Cash Flow (12m)	-9,90

Kennzahlen zum 30.6.2008

Liquidität 1. Grades	4,22	Cashburnrate in Jahren	2,35
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	9,41
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			100,7%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			91,8%

Finanztermine

30.01.2009: Veröffentlichung GJ-Bericht	29.05.2009: Veröffentlichung HJ-Bericht
27.02.2009: Veröffentlichung Q1-Bericht	28.08.2009: Veröffentlichung 9M-Bericht
04.03.2009: Hauptversammlung	

MAGIX AG

Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2007/08: schwacher Konsum belastet Entwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 erwirtschaftete die MAGIX AG Umsatzerlöse in Höhe von 32,2 Mio. €. Damit fielen diese um 1 % niedriger aus als in der Vorjahresperiode. Dabei sind verschiedene Einflussfaktoren ausschlaggebend gewesen. Zum einen verhält sich der Konsum auf dem wichtigsten Markt Deutschland sehr zurückhaltend und zum anderen belastete die Umstellung des Veröffentlichungszyklus für Software im zweiten und dritten Quartal. Das US-Geschäft schrumpfte unter anderem auf Grund des schwachen Dollars im Berichtszeitraum. Umsatztreiber waren die professionellen Produkte mit einem Umsatzplus von 26%. Das wachstumsstarke Portalgeschäft des Unternehmens nahm im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006/2007 um 10% zu.

Die insgesamt leicht schwächere Umsatzentwicklung schlug sich auch in der Ergebnisentwicklung nieder. So lag das EBIT in 2007/08 nur bei 2,1 Mio. €, nach 3,0 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Ausschlaggebend war dabei eine verringerte Rohmarge. Diese sank im Zusammenhang mit einem ungünstigeren Produktmix und einem höheren Hardwareanteil leicht ab. Auch der Anstieg der Lohnkosten belastete das Ergebnis. Jedoch ist dies ein einmaliger Effekt der aus der Auflösung von Rückstellungen resultiert.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Magix AG zum 30.09.08

Trotz der schwächeren Entwicklung in den ersten neun Monaten erzielte MAGIX einen deutlich positiven operativen Cash-Flow von 2,7 Mio. €, was vor allem auf den Abbau von Forderungen zurückzuführen ist. Die Investitionstätigkeit verlief dagegen moderater als im Vorjahr. Mit einem Mittelabfluss aus der Investitionstätigkeit von 0,86 Mio. € innerhalb der ersten neun Monate lag der Wert deutlich unter dem Vorjahresniveau von 5,28 Mio. €. Entsprechend sollte sich auch der Free-Cash-Flow auf einen deutlich positiven Betrag belaufen und den Bestand an liquiden Mitteln und finanziellen Vermögenswerten weiter erhöhen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006/07 lag der Free-Cash-Flow noch bei –19,39 Mio. €. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten bestehen demgegenüber nicht. Die unbereinigte Eigenkapitalquote beläuft sich auf 82 %, bereinigt auf 78 %. Entsprechend ist die Liquidität 1. Grades besonders hoch und unterstreicht mit 4,22 klar die gute Ausstattung mit liquiden Mitteln. Pro Aktie beträgt der Nettocash 2,21 €, und liegt damit leicht über dem aktuellen Kurs von 2,20 €. Bereinigt man den Nettocashbestand um betriebsnotwendiges Kapital ergibt sich ein bereinigter Nettocash pro Aktie von 2,02 €, was leicht unter dem aktuellen Kurs liegt.

Auch das bereinigte Kurs-Buchwert-Verhältnis lässt die moderate Bewertung der MAGIX zum Ausdruck kommen. Dieses beläuft sich nur auf 0,57 und zeigt, dass die Bewertung des Aktienkurses momentan nur 57 % des Eigenkapitals abdeckt.

Fazit – Weihnachtsgeschäft schwächer erwartet, kurzfristig noch abwarten mit Investment

Die Prognosen für das abgelaufene Geschäftsjahr wurden trotz der schwächeren Zahlen im zweiten und dritten Quartal erfüllt. Die EBIT-Prognose von 2 Mio. € wurde sogar leicht übertroffen. Vor allem die vorgezogene Veröffentlichung wichtiger Softwareprodukte sorgte dafür, während eine Belebung im OEM-Geschäft ausblieb.

Die wichtigste Phase im Jahr ist für die MAGIX das Weihnachtsgeschäft. Auf Grund der unsicheren konjunkturellen Lage und dem erwarteten schwächeren Weihnachtsgeschäft in diesem Jahr sehen wir die Chance auf das erste Quartal des neuen Geschäftsjahres gedämpft. Allerdings notiert das Unternehmen derzeit knapp auf dem Nettocashbestand und arbeitet profitabel. Auch der Free-Cash-Flow ist im laufenden Geschäftsjahr deutlich positiv, so dass das Unternehmen kein Cash verbrennt. Entsprechend ist das derzeitige Kursniveau nicht zu rechtfertigen und sollte sich in einem beruhigten Marktumfeld deutlich erholen können. Auch die operative Entwicklung sollte sich mit einem sich wieder belebenden konjunkturellen Umfeld wieder verbessern. Das Risiko für weitere Kursrückschläge ist auf Grund der Cash-Unterfütterung des Kurses als gering einzuschätzen. Langfristig orientierte Anleger können also bereits jetzt investieren. Wer kurz- und mittelfristig orientiert ist sollte das Papier zunächst noch meiden.

Nettocash**: 9,98

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 11,60

28.11.2008 / FWB

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0SLQ35

WKN: A0SLQ3

Börsenkürzel: BDE

Aktienanzahl³: 0,420

Marketcap³: 4,87

EnterpriseValue³: -1,38

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 50,0 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 30.9.

Analysten:

Schmidt Sylvia

schmidt@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

mediantis AG

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

Fokus: Zentrales Verzeichnis Antiquarischer
Bücher

Mitarbeiter: 21 Stand: 31.3.2008

Gründung: 2001

Firmensitz: Tutzing

Vorstand: Rolf R. Frhr. von Rheinbaben



Die heutige mediantis AG mit Sitz in Tutzing wurde im Jahr 2001 gegründet und geht aus der ehemaligen buecher.de AG hervor. Die buecher.de AG wurde von dem heutigen Aufsichtsratsvorsitzenden der mediantis AG – Herrn Richard von Rheinbaben – gegründet. Im Fokus der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft steht das ZVAB (Zentrales Verzeichnis Antiquarischer Bücher), welches das weltweit größte Online-Antiquariat für deutschsprachige Bücher ist. Aktuell nutzen mehr als 4.100 Antiquare aus 27 Ländern das Online-Portal und bieten hierüber rund 28 Millionen antiquarische sowie bereits im normalen Buchhandel vergriffene Bücher in diversen Sprachen zum Kauf an. Neben den Büchern umfasst das Angebot der Antiquare des Weiteren auch Musiknoten, Graphiken, Autographen, Postkarten sowie Vinyl-Schallplatten.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	30.9.2006	Marge	30.9.2007	Marge
Umsatz	3,68		4,12	
EBITDA	0,84	22,8%	0,62	15,0%
EBIT	0,25	6,8%	0,23	5,6%
Jahresüberschuss	0,25	6,8%	0,23	5,6%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 31.3.2008

Bruttocash	8,93		
Nettocash (unbereinigt)	4,57	Nettocash (bereinigt)	4,19
Eigenkapital (bereinigt)	7,26	KBV (bereinigt)	0,67
operativer Cashflow (12m)	-0,10	Free Cash Flow (12m)	-0,25

Kennzahlen zum 31.3.2008

Liquidität 1. Grades	2,05	Cashburnrate in Jahren	16,63
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	66,51
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			93,8%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			86,0%

Finanztermine

30.01.2009: Veröffentlichung GJ-Bericht

mediantis AG

Geschäftsentwicklung 2007 & 2008: Positives Ergebnis in 2007 einzig durch das Finanzergebnis erzielt

Die mediantis AG vermeldete vor wenigen Wochen die vorläufigen Zahlen für das am 30. September geendete Geschäftsjahr 2007/08. Hiernach erzielte die Gesellschaft einen Umsatz in Höhe von 4,6 Mio. € (VJ: 4,1 Mio. €). Dies entspricht einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr von rund 12 %. Operativ lag sowohl in 2005/06 (- 0,071 Mio. €) als auch in 2006/07 (- 0,082 Mio. €) das Ergebnis im roten Bereich. In beiden Jahren konnte ein leichter Gewinn nur mittels des positiven Finanzergebnisses erzielt werden. Vorrangig wurde der vorhandene Cash in festverzinsliche Anleihen investiert. Im abgelaufenen Geschäftsjahr jedoch konnte auch das Finanzergebnis nicht mehr zu einem Sprung in die schwarzen Zahlen verhelfen. Diese Entwicklung, welche durch die Finanzmarktkrise gefördert wurde, kündigte sich bereits zum Halbjahr 2007/08 an, da zu diesem Zeitpunkt bereits Abschreibungen bei den Wertpapieren des Umlaufvermögens in Höhe von 0,468 Mio. € vorgenommen werden mussten. Zum 30.09.08 belief sich die Abschreibungssumme auf hohe 1,4 Mio. €, woraus ein Fehlbetrag in Höhe von 1,2 Mio. € resultiert. Zum 31.03. belief sich das investierte Kapital der Gesellschaft auf 8,96 Mio. €. In der Vergangenheit befanden sich u.a. General Motors Anleihen im Portfolio. Inwieweit die Gesellschaft aktuell noch in den GM-Anleihen investiert ist, ist aus den Berichten nicht ersichtlich. Aufgrund der aktuellen Marktlage liegt jedoch die Vermutung nahe, dass ein weiterer Abschreibungsbedarf im Portfolio existieren könnte. Des Weiteren befinden sich im Umlaufvermögen Friendlyway-, Mediglobe sowie net-linx-Aktien, die nach der vollständigen Abschreibung noch mit einem Erinnerungswert im Portfolio gelistet sind.

Bewertung anhand der Kennzahlen der mediantis AG zum 31.03.08

Das Eigenkapital der Gesellschaft verzeichnete nach einer durchgeführten Kapitalherabsetzung mit der anschließenden Aktienzusammenlegung im Verhältnis 10:1 im abgelaufenen Geschäftsjahr eine Umstrukturierung in der Zusammensetzung. Das Grundkapital reduzierte sich auf 0,42 Mio. € (VJ: 6,44 Mio. €). Die Kapitalrücklage beläuft sich nunmehr auf 7,13 Mio. € nach 1,11 Mio. € zum 30.09.2007, wodurch die Voraussetzung geschaffen wurde, 7,13 Mio. € an die Aktionäre auszuschütten. Der statische Verschuldungsgrad belief sich zum Halbjahr auf 0,58. Das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital beträgt somit 27 : 50.

Die Liquidität I. Grades beläuft sich zum 31.03.08 auf 2,05. Somit sind die eingegangenen kurzfristigen Verbindlichkeiten, die im wesentlichen aus Repodarlehen bestehen, zweifach durch das Geld- und Umlaufvermögen abgedeckt.

Zum 31.03. lag der Netto-Cashbestand bei knapp 5,23 Mio. €, was einer unbereinigten Nettoliquidität von rund 12,44 € pro Aktie entsprach. Bereinigt um das kalkulatorisch operativ notwendige Kapital lag die Nettoliquidität bei 5,01 Mio. €, was pro Aktie eine Liquidität von 11,94 € impliziert, unter Vorbehalt der GM-Anleihen. Eine Cashflow Rechnung wurde im Halbjahresbericht nicht veröffentlicht, wodurch hierüber kein Urteil gefällt werden kann.

Fazit – Weitere Entwicklung zunächst abwarten

Die mediantis AG agiert als Mittler zwischen Antiquaren und deren Kunden im Internet. Im Mittelpunkt steht hierbei die Plattform ZVAB. Das operative Geschäft konnte in den vergangenen Jahren ein beständiges Wachstum erzielen. Dennoch konnte die mediantis in den vergangenen Jahren schwarze Zahlen nur durch das Finanzergebnis schreiben. Durch die Finanzkrise mussten jedoch neben den in der Vergangenheit bereits vorgenommenen Abschreibungen im Geschäftsjahr 2007/08 erhebliche Abschreibungen in Höhe von 1,4 Mio. € in den investierten Wertpapieren vorgenommen werden, wodurch die Gesellschaft einen Fehlbetrag in Höhe von 1,2 Mio. € erzielte.

Der Versuch der Gesellschaft in Nordamerika mit dem Geschäftsmodell Fuß zu fassen, ist in den vergangenen Jahren nicht gelungen. Des Weiteren bleibt es abzuwarten, ob bei den Wertpapieren des Umlaufvermögens noch ein weiterer Abschreibungsbedarf besteht. Daher bietet sich aus unserer Sicht derzeit eine Investition in die mediantis AG nur spekulative Anleger an.

NorCom Information Technology AG

Nettocash:** 0,44

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 0,75

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005250302

WKN: 525030

Börsenkürzel: NC5

Aktienanzahl³: 10,626

Marketcap³: 7,97

EnterpriseValue³: 2,74

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 50,5 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

HSBC T. & B.

Analysten:

Schnabel Christoph

schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: Solution Provider für Business- und
Mediaapplikationen

Mitarbeiter: 160 Stand: 30.6.2008

Gründung: 1989

Firmensitz: München

Vorstand: Viggo Nordbakk (Vorsitzender) / Dr.
Tobias Abthoff



Die NorCom Information Technology AG ist einer der führenden Anbieter für Business- und Mediaapplikationen mit Standorten in Deutschland und Skandinavien. Das im General Standard der Deutschen Börse AG notierte Unternehmen bietet seinen Kunden individuelle Consulting-Dienstleistungen sowie eigene Software-Produkte an. Das Dienstleistungsspektrum umfasst unter anderem das Projektmanagement, die Geschäftsprozessdefinition, als auch die Integration von Anwendungsstrukturen. Das Produktportfolio der NorCom besteht aus den Softwarelösungen NCPower und NorCom Global Security (NGS): NCPower ist eine Suite für crossmediale (TV, Radio, Internet, Mobile Telefonie) Produktion, Management und Archivierung von Formaten. NCPower bietet hingegen eine Java- und XML-Plattform für die einheitliche Erstellung von multimedialen Inhalten. Zu den Kunden zählen vor allem Unternehmen aus der Finanzwelt und dem Mediensektor.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	30,05		28,70	
EBITDA	2,60	8,7%	1,18	4,1%
EBIT	1,82	6,1%	0,99	3,4%
Jahresüberschuss	2,51	8,4%	1,87	6,5%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.6.2008

Bruttocash	8,03		
Nettocash (unbereinigt)	8,03	Nettocash (bereinigt)	4,69
Eigenkapital (bereinigt)	14,39	KBV (bereinigt)	0,55
operativer Cashflow (12m)	1,98	Free Cash Flow (12m)	-0,58

Kennzahlen zum 30.6.2008

Liquidität 1. Grades	2,36	Cashburnrate in Jahren	8,09
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	32,37
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			100,7%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			58,9%

Finanztermine

NorCom Information Technology AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Ausgeglichenes EBIT nach 9 Monaten

Nach neun Monaten im Geschäftsjahr 2008 kann die NorCom AG einen Umsatz in Höhe von 21,80 Mio. € vorweisen und übertrifft somit das Vorjahresergebnis um 7,4 %. Das primäre Wachstum ist dabei auf das dritte Quartal zurückzuführen, in welchem ein Umsatzwachstum von knapp 20 % erzielt werden konnte. Als maßgeblich für die vorangegangene Umsatzentwicklung zeigt sich das starke Geschäft der NorCom Information Technology AG, welches den Rückgang aus den Beteiligungsumsätzen mehr als ausgleichen konnte. Dieser geht vor allem auf die Value & Risk AG aus Frankfurt zurück, bei der offensichtlich die Erfolge aus der im letzten Jahr begonnenen Neuausrichtung noch auf sich warten lassen.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte entsprechend zulegen und verbesserte sich gegenüber dem Zeitraum Januar bis November des Vorjahres von –0,4 Mio. € auf 0,4 Mio. €. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass die NorCom gegenüber dem Vorjahr zum Stichtag am 30.6.2008 aktivierte Eigenleistung von 0,6 Mio. € auswies. Bereinigt um diesen Effekt hätte sich nach 9 Monaten zum 30.9.2008 erneut ein Verlust auf EBITDA-Basis in Höhe von 0,2 Mio. € ergeben.

Das EBIT folgte zudem der Entwicklung und präsentiert sich zum 30.9.2008 mit 0,0 Mio. € ausgeglichen. Im Vorjahreszeitraum wies die Gesellschaft noch einen Verlust in Höhe von –0,9 Mio. € aus.

Bewertung anhand der Kennzahlen der NorCom AG zum 30.06.2008

Zum 30.6.2008 weist die NorCom AG einen Bestand an liquiden Mitteln in Höhe von 7,95 Mio. € sowie Wertpapiere des Umlaufvermögens in Höhe von 0,08 Mio. € aus. Zumal keine nennenswerten zinsbaren Verbindlichkeiten in der Bilanz vorhanden sind, entspricht der sich daraus ergebende Bruttocash in Höhe von 8,03 Mio. € auch dem Nettocash. Bereinigt um die auf die Minderheiten entfallende und dem operativen Geschäft benötigte betriebsnotwendige Liquidität stellt sich zudem ein bereinigter Nettocash in Höhe von 4,69 Mio. € ein. Dementsprechend sind 58,9 % der Marktkapitalisierung durch Cash abgedeckt.

Neben der hohen Cashquote zeigt sich auch die Eigenkapitalausstattung üppig. Mit einem um den Goodwill bereinigten Eigenkapital in Höhe von 14,39 Mio. € ergibt sich ein bereinigter Buchwert je Aktie in Höhe von 1,35 €. Entsprechend stellt sich ein KBV von 0,55 ein. Diese sehr guten Bilanzrelationen zeigen sich unter anderem auch in einer Liquidität 1. Grades von 2,36 sowie einer Verschuldungsratio von 0. Leicht negativ zeigt sich hingegen der Free-Cash-Flow der vorangegangenen 12 Monate mit –0,58 Mio. €. Dieser ist dabei insbesondere auf die stärkere Investitionstätigkeit der Gesellschaft im ersten Halbjahr 2008 und dem vorgenommenen Aktienrückkaufprogramm zurück zu führen. Operativ summieren sich die Cashflows der vorangegangenen 12 Monate hingegen auf 1,98 Mio. €.

Fazit – Ausbau des Produktgeschäfts bleibt entscheidend für zukünftigen Erfolg

Die derzeitige konjunkturelle Schwächephase wird erwartungsgemäß auch an der NorCom AG nicht spurlos vorübergehen. Obwohl nach 9 Monaten noch ein markantes Umsatzwachstum, insbesondere durch das IT-Consulting Geschäft, erzielt werden konnte, zeigt sich der Vorstand beim Ausblick auf das laufende, traditionell starke vierte Quartal verhalten. Insbesondere im Broadcast-Segment ist zu erwarten, dass es noch in diesem Jahr zu Projektverschiebungen und Ausgabestopps auf Seiten der Kunden kommt. Bereits zum Halbjahr 2008 zeigte sich, dass das zu Jahresbeginn angestrebte Wachstum im margenträchtigen Produkt- bzw. Lizenzgeschäft im Broadcast-Segment, trotz verstärkter Vertriebsanstrengungen nicht erfüllt werden konnte.

Dennoch darf nicht vergessen werden, dass die Gesellschaft in den letzten Jahren mit nationalen als auch internationalen Referenzkunden wie N24, Sat 1 Group, KULTURA (russ.), TGRT (türk.) zahlreiche Erfolge präsentierte, so dass die eingeschlagene Fokussierung des Produktgeschäfts somit auch weiterhin ein vielversprechender Ausblick bleibt. Gestärkt durch einen gewonnenen Pitch im IT-Consulting Segment bei der Bundesagentur für Arbeit im ersten Halbjahr (Volumen > 30 Mio. €; Zeitraum: 3 Jahre) und den üppigen Cashreserven kann sich die Gesellschaft zudem auch in den kommenden Jahren voll dem weiteren Ausbau widmen. Ein Investment zu den aktuell historischen Tiefstkursen kann sich für den Investor auf mittelfristige Sicht somit durchaus auszahlen.

Orad Hi-Tec Systems Ltd.

Nettocash:** 1,11

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 2,23

21.11.2008 / Xetra

Währung: USD

USD/EUR: 1,2642

Stammdaten:

ISIN: IL0010838071

WKN: 928634

Börsenkürzel: OHT

Aktienanzahl³: 10,791

Marketcap³: 24,01

EnterpriseValue³: 9,96

³ in Mio. / in Mio. USD

Freefloat: 55,0 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

USGAAP

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

Concord

VEM Aktienbank AG

Analysten:

Leipold Philipp

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Virtuelle Technologie, 3D
Graphiklösungen

Mitarbeiter: 180 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1993

Firmensitz: Kfar Sabar

Vorstand: Avi Sharir



Die Orad Hi-Tec Systems mit Sitz in Kfar Sabar bei Tel Aviv ist ein führender Entwickler und Anbieter von virtueller Technologie und 3D-Graphiklösungen für TV-Sender und Medienunternehmen. Orad High-Tec wurde im Jahr 1993 in Israel gegründet und gehört zu einem der führenden Unternehmen in der Entwicklung und dem Vertrieb von virtueller Medientechnik. Das Hauptgeschäft des Unternehmens unterteilt sich dabei in drei Geschäftsbereiche „Graphics“ (zwei- oder dreidimensionale Graphiklösungen während Fernsehsendungen), „Virtual Sets“ (virtuelle Studios) und „Sports“ (graphische Unterstützung von Sportübertragungen). Orad beschäftigt aktuell rund 180 Mitarbeiter.

GuV in Mio. USD \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	12,04		15,59	
EBITDA	0,69	5,7%	1,36	8,7%
EBIT	0,12	1,0%	0,82	5,3%
Jahresüberschuss	0,43	3,6%	1,21	7,8%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. USD zum 30.9.2008

Bruttocash	13,78		
Nettocash (unbereinigt)	13,78	Nettocash (bereinigt)	11,97
Eigenkapital (bereinigt)	13,90	KBV (bereinigt)	1,73
operativer Cashflow (12m)	2,37	Free Cash Flow (12m)	1,45

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	1,37	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			57,4%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			49,9%

Finanztermine

03.12.2008: Video Technology Expo 2008

17.12.2008: Hauptversammlung

Orad Hi-Tec Systems Ltd.

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Höchster Umsatz in der Unternehmensgeschichte in Q3 2008

Orad Hi-Tec Systems Ltd. konnte in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008 das dynamische Wachstum unverändert fortsetzen und bereits das Umsatzniveau des letzten Geschäftsjahres 2007 übertreffen. Das Umsatzvolumen im Berichtszeitraum belief sich auf 23,88 Mio. US-\$ gegenüber 16,07 Mio. US-\$ in der vergleichbaren Vorjahresperiode. Dies entspricht einem Umsatzanstieg von rund 49 %. Auch bei Betrachtung der Umsätze auf Quartalsebene zeigt sich deutlich, dass hier in den letzten zehn aufeinanderfolgenden Quartalen kontinuierliche Verbesserungen erreicht werden konnten. So trug auch die Installation von Orad Hi-Tec Systems Produkten beim größten chinesischen TV-Sender CCTV anlässlich der olympischen Spiele in Peking mit zu dem stürmischen Wachstum bei. Als Anbieter von Software- und Graphiklösungen operiert Orad Hi-Tec Systems mit einer hohen Rohertragsmarge.

In den ersten neun Monaten 2008 lag diese bei 69 % (VJ: 67 %). Das operative Ergebnis (EBIT) belief sich in den ersten neun Monaten 2008 auf 2,71 Mio. US-\$ (VJ: 1,07 Mio. US-\$). Das Finanzergebnis fiel trotz der hohen liquiden Mittel wegen Währungsverlusten mit -0,07 Mio. US-\$ leicht negativ aus. Aufgrund hoher vorhandener steuerlich nutzbarer Verlustvorträge von über 60 Mio. US-\$ wird sich die nachhaltige Steuerquote auf einem sehr moderaten Niveau bewegen. Der Gewinn je Aktie (EPS) betrug nach den ersten neun Monaten 2008 0,24 US-\$ gegenüber 0,10 US-\$ im Vorjahr.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Orad Hi-Tec Systems zum 30.09.08

Das Eigenkapital von Orad Hi-Tec Systems lag zum 30.9.2008 bei 13,90 Mio. US-\$. Dies bedeutet eine Eigenkapitalquote von 53,3 %. Da Orad Hi-Tec Systems keine immaterielle Vermögenswerte bilanziert hat, lag der bereinigte Buchwert je Aktie bei 10,82 US-\$. Die liquiden Mittel konnten aufgrund des hohen operativen Cash Flows von 1,43 Mio. US-\$ im Jahresverlauf weiter gesteigert werden, so dass sich die Nettoliquidität zum Stichtag 30.9.2008 auf 14,77 Mio. US-\$ belief. Die Nettoliquidität je Aktie lag folglich bei 1,37 US-\$. Die bereinigte Nettoliquidität beträgt zum 30.9.2008 11,97 Mio. € US-\$, was einer bereinigten Nettoliquidität je Aktie von 1,10 € entspricht.

Der operative Cash Flow belief sich nach den ersten neun Quartalen 2008 auf 1,43 Mio. US-\$ und konnte aufgrund einer Erhöhung bei den Forderungen nicht an den hohen Vorjahreswert von 4,03 Mio. US-\$ heranreichen. Die Investitionen in die Betriebsausstattung betrugen zum 30.9.2008 0,71 Mio. US-\$ (VJ: 0,40 Mio. US-\$). Auf eine Aktivierung von Entwicklungsleistungen verzichtet Orad Hi-Tec Systems gänzlich. In den Jahren 2006 und 2007 erzielte Orad Hi-Tec Systems eine Free Cash Flow von 3,8 Mio. US-\$ bzw. 4,3 Mio. US-\$.

Fazit – HD-TV und digitale Studiotechnik als Wachstumstreiber, attraktives Chance/Risiko-Verhältnis

Die Orad Hi-Tec Systems kann auf ein beeindruckendes Wachstum in den letzten Jahren zurückblicken. Die Free Cash Flows in den Jahren 2006, 2007 und voraussichtlich in 2008 sind deutlich positiv ausgefallen. Der Trend, dass die Fernsehsender vom Standard-TV auf das hochauflösende HD-TV umrüsten sowie von analoger auf digitale Studiotechnik umstellen, sollte auch in den kommenden Jahren weiter anhalten. Die Orad Hi-Tec Systems sollte nach unserer Einschätzung als Weltmarktführer für virtuelle Studios von dieser Entwicklung profitieren. Als Schwachpunkte sehen wir, dass der Anteil an wiederkehrenden Umsätzen aufgrund des Projektcharakters des Geschäftsmodells gering ausfällt. Zudem besteht eine Abhängigkeit von der Entwicklung des US-\$ zum Euro.

Mit erwarteten Umsatzerlösen von mehr als 30 Mio. US-\$ und einem Nettoergebnis von mehr als 3 Mio. US-\$ beläuft sich das aktuelle KGV für das Jahr 2008 auf unter 8. Vor dem Hintergrund der hohen Cashposition und der hervorragenden Positionierung in einem Wachstumsmarkt erachten wir das Chance-Risiko-Verhältnis als attraktiv.

Nettocash**: 0,91

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 1,96

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006916406

WKN: 691640

Börsenkürzel: PNG

Aktienanzahl³: 15,000

Marketcap³: 29,40

EnterpriseValue³: 3,37

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 33,9 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

LBBW

Analysten:

Filker Cosmin

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Pironet NDH AG

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: Software-Produkte

Mitarbeiter: 475 Stand: 30.6.2008

Gründung: 1995

Firmensitz: Köln

Vorstand: Hans-Werner Scherer (Vorsitzender)



Die 1995 gegründete PIRONET NDH AG bietet innovative Lösungen zur Erstellung, Synchronisierung und Verteilung von digitalen Inhalten jeglicher Art sowie zur Optimierung von internen und externen Geschäftsprozessen an. Zu den Schwerpunkten gehören Beratungs- und Kreativeleistungen, Softwareprodukte und der Betrieb von unternehmenskritischen Infrastrukturen und Anwendungen. Die Geschäftstätigkeit der Pironet NDH gliedert sich in drei Bereiche auf: Im Geschäftsbereich ITK-Outsourcing verfügt die Pironet NDH AG über ein Portfolio an Managed Network- und Software as a Service-(SaaS)-Lösungen. Durch hochflexible Leistungsangebote und Konditionsmodelle bietet Pironet NDH gerade den mittelständischen Unternehmen einen jederzeit bedarfsgerechten Zugriff auf Technologien, Know-how und Ressourcen. Der Geschäftsbereich Retail & CPG ist spezialisiert auf das Thema „Master Data“ und bietet Lösungen für deren effektive Nutzung. Pironet NDH ist dabei als einziger Anbieter am Markt in der Lage, das Management von Daten zwischen Industrie und Handel entlang der gesamten Wertschöpfungskette abzudecken.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	43,67		53,86	
EBITDA	4,54	10,4%	7,77	14,4%
EBIT	1,96	4,5%	2,76	5,1%
Jahresüberschuss	2,55	5,8%	3,36	6,2%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.6.2008

Bruttocash	21,00		
Nettocash (unbereinigt)	19,37	Nettocash (bereinigt)	13,64
Eigenkapital (bereinigt)	48,55	KBV (bereinigt)	0,61
operativer Cashflow (12m)	6,46	Free Cash Flow (12m)	-4,05

Kennzahlen zum 30.6.2008

Liquidität 1. Grades	1,16	Cashburnrate in Jahren	3,37
Verschuldungsratio	0,23%	Cashburnrate in Quartalen	13,47
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			65,9%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			46,4%

Finanztermine

Pironet NDH AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Umsätze gesteigert, Ergebnis leicht rückläufig

Das Kölner Software- und IT-Unternehmen konnte sich 2008 von Quartal zu Quartal steigern. So verbesserten sich die Umsätze in den Monaten Juli bis September um rund 18% auf einen Rekordwert von 16,2 Mio. €. Auf 9-Monats-Basis ergibt dies einen Wert von 44,7 Mio. € (Vorjahr: 40,4 Mio. €).

Kostenseitig liegen bisher nur die Daten des Halbjahresberichts (30.06.2008) vor. Demnach verzeichnete Pironet NDH eine Erhöhung der Umsatzkosten von 14,8 Mio. € in 2007 auf nun 16,7 Mio. €. Bei den operativen Kosten hingegen waren mit einer Quote von 38,4% leicht rückläufig (Vorjahr 39,6%). In den Bereichen Sales & Marketing sowie in den administrativen Bereichen blieben die Kostenquoten nahezu unverändert, während sich die Aufwendungen im Softwarebereich leicht reduzierten.

Die Profitabilität hat sich im Jahresverlauf markant verbessert. Die EBIT-Marge konnte von 2,3% (Q1) über 4,1% (Q2) auf 6,2% (Q3) gesteigert werden und das EBIT liegt zum 30.09.2008 mit 1,9 Mio. € nur 5% unter dem Vorjahreswert. Das Finanzergebnis stellte sich auf 0,6 Mio. EUR ein, woraus sich ein Nachsteuerergebnis nach neun Monaten von 2,5 Mio. EUR ergab.

Außerdem erhöhte sich die ohnehin schon, durch Aktivierung von Entwicklungsaufwendungen stark geprägte Position der immateriellen Vermögensgegenstände um 10,7 Mio. EUR auf nun 27,7 Mio. EUR.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Pironet NDH AG zum 30.06.08

Bilanziell weist Pironet NDH, abgesehen von den massiven Aktivierungen von Entwicklungsaufwendungen, solide Kennzahlen aus. So konnten die liquiden Mittel zum 30.09.2008 auf 21 Mio. € gegenüber 19,6 Mio. € zum Halbjahr gesteigert werden. Dies entspricht einem Wert pro Aktie von 1,44 €. Wertpapiere werden keine gehalten, und Pironet NDH kommt auch weiterhin ohne Bankverbindlichkeiten aus. Die Liquidität 1. Grades, auch als Cash-Ratio bezeichnet, beträgt bei der Pironet NDH knapp 1,16. Der operative Cashflow der letzten 12 Monate (auf Basis 30.06.2008) beträgt 6,46 Mio. €, der Free-Cashflow (ebenfalls auf Basis 30.06.2008) hingegen fällt mit – 4,05 Mio. € negativ aus.

Die Brutto-Cashposition der Pironet NDH besteht somit ausschließlich aus den liquiden Mitteln und beträgt somit 21 Mio. €. Vermindert um die zinsbaren Verbindlichkeiten resultiert hieraus ein Netto-Cashbestand je Aktie von 1,33 €. Wird der Netto-Cashbestand nun um das operativ notwendige Kapital und Minderheiten bereinigt, bleibt ein Wert von 0,91 EUR je Aktie.

Dank der starken Cashposition kann das Unternehmen eine Verschuldungsrate von 3% ausweisen. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (bereinigt) liegt bei 0,61 und zeigt deutlich die Unterbewertung am Kapitalmarkt.

Fazit – IT-Markt bleibt stabil und eröffnet gute Chancen

Pironet NDH geht mit Zuversicht in das letzte Quartal. Angestrebt ist das Überschreiten der Umsatzmarke von 60 Mio. EUR bei einer überproportionalen Ergebnisentwicklung. Die Gesellschaft ist gut aufgestellt und verfügt über innovative und richtungsweisende Produkte. Der Optimismus ist fundiert und konnte mit dem höchsten Auftragsbestand der Unternehmensgeschichte von 48 Mio. EUR (30.06.2008) untermauert werden.

Weiterhin ist der deutsche IT-Markt kaum von den Folgen der Finanzkrise betroffen, sodass sich Pironet NDH in diesem Umfeld sehr gut behaupten kann und weiteres Wachstum durchaus möglich ist.

Ein Investment in die Aktie könnte sehr interessant sein, zumal der Kurs zu einem Großteil durch Cash-Reserven abgedeckt ist und eine weiterhin positive Entwicklung des Unternehmens denkbar ist.

Nettocash**: 4,07

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 9,30

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0007008906

WKN: 700890

Börsenkürzel: RTC

Aktienanzahl³: 5,248

Marketcap³: 48,92

EnterpriseValue³: 29,99

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 39,3 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

LBBW

Analysten:

Filker Cosmin

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Realtech AG

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

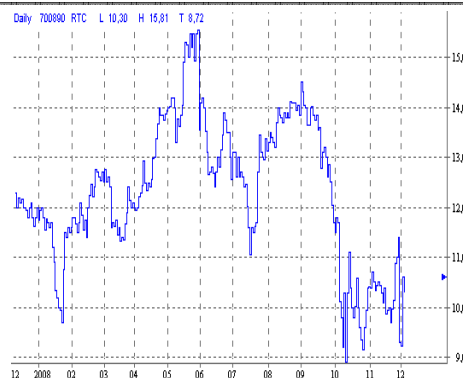
Fokus: IT-Beratung/IT-Implementierung

Mitarbeiter: 714 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1994

Firmensitz: Walldorf

Vorstand: Nicola Glowinski



Die Realtech AG ist ein im Jahre 1994 gegründetes IT-Beratungsunternehmen, das sich als kompetenter Partner für die Etablierung optimaler Geschäftsabläufe versteht. Die Kunden der Gesellschaft profitieren in erster Linie von der ganzheitlichen strategischen IT-Beratung und können insbesondere bei der Realisierung von SAP-Projekten auf die Expertise der Realtech AG zurückgreifen. Das erklärte Ziel des Unternehmens ist es Beratung Konzepte, Lösungen und Produkte bereitzustellen, die die Kunden bei der IT-gestützten Gestaltung der Geschäftsprozesse bestmöglich nutzen können. Im Geschäftsbereich Consulting werden die SAP-Integrationsleistungen der gesamten Wertschöpfungskette von der Erstberatung bis hin zur Implementierung abgerechnet. Zudem beinhaltet dieses Segment die Beratungsleistungen, die den Unternehmen zu dauerhaften Einsparungen im Rechenzentrumsbetrieb verhelfen sollen. Das zweite Standbein der Realtech AG neben dem Consulting ist das Geschäft mit eigenentwickelter Software, die sich als praxisnahes Produkt an den Herausforderungen der Kunden orientiert.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	54,38		63,75	
EBITDA	5,09	9,4%	7,60	11,9%
EBIT	3,73	6,9%	6,61	10,4%
Jahresüberschuss	1,90	3,5%	4,55	7,1%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	26,79		
Nettocash (unbereinigt)	26,79	Nettocash (bereinigt)	21,43
Eigenkapital (bereinigt)	42,78	KBV (bereinigt)	1,14
operativer Cashflow (12m)	3,98	Free Cash Flow (12m)	3,53

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	1,55	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			54,8%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			43,8%

Finanztermine

26.03.2009: Veröffentlichung GJ-Bericht	06.08.2009: Veröffentlichung HJ-Bericht
07.05.2009: Veröffentlichung Q1-Bericht	05.11.2009: Veröffentlichung 9M-Bericht
19.05.2009: Hauptversammlung	

Realtech AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Dynamik nimmt im dritten Quartal ab

Insgesamt konnte die Realtech AG in den ersten neun Monaten 2008 einen Umsatzanstieg in Höhe von 12,4 % auf 51,34 Mio. € (9M 2007: 45,67 Mio. €) verzeichnen. Dabei wurde diese Entwicklung gleichermaßen von beiden Geschäftsbereichen „Consulting“ und „Software“ getragen, wenn auch der Erstere weniger dynamisch ausfiel. Insgesamt lag der Anteil des „Consulting“ am Gesamtumsatz des Konzerns bei 77,5 % nach dem Wert des Vorjahreszeitraumes in Höhe von 79,3 %. Das Wachstum des dritten Quartals, das insgesamt hinter der durchschnittlichen Entwicklung der ersten neun Monate blieb, zeigt die ersten Ausläufer der Finanzkrise, die bei den Realtech-Kunden zu Projektverschiebungen geführt haben. Dennoch konnte sich die Gesellschaft vom allgemeinen Marktwachstum positiv hervorheben.

Die im laufenden Geschäftsjahr vorgenommene Ausweitung des Produkt-Portfolios und damit einhergehend die Erhöhung der Investitionen im Software-Bereich, belastete die Bruttomarge, die sich in Folge von 38,5 % auf 37,3 % reduzierte. Dennoch konnte das operative Ergebnis (EBITDA) aufgrund der sonst stabilen Kostensituation des Unternehmens von 4,32 Mio. € (9M 2007) um 21,5 % auf 5,25 Mio. € ansteigen. Der Jahresüberschuss nach Minderheitenanteilen verzeichnete vor allem aufgrund des Verkaufs von Wertpapieren ein deutliches Wachstum in Höhe von 62,6 % auf 3,42 Mio. € (9M 2007: 2,10 Mio. €). In den ersten drei Quartalen verminderte sich der operative Cash Flow aufgrund der liquiditätswirksamen Auflösung von Steuerrückstellungen von 2,12 Mio. € (9M 2007) auf 1,69 Mio. € (9M 2008).

Bewertung anhand der Kennzahlen der Realtech AG zum 30.09.08

In den letzten 12 Monaten war der InvestitionsCash Flow vor allem durch den Verkauf beziehungsweise durch die Umschichtung von Wertpapieren in Höhe von 2,43 Mio. € determiniert. Berücksichtigt man die im Mai vorgenommene Ausschüttung von 0,50 € pro Aktie, also insgesamt 2,63 Mio. €, beträgt der Bruttocash-Bestand der Realtech AG zum Bilanzstichtag 30.09.2008 26,79 Mio. €. Bereinigt man diesen Bestand um die monatlichen betriebsnotwendigen Mittel, Minderheitenanteile sowie zinsbare Verbindlichkeiten, so verbleibt ein immer noch sehr hoher Nettocash von 21,43 Mio. € oder 4,07 € je Aktie. Dementsprechend ist die Notwendigkeit zur Aufnahme fremden zinsbaren Kapitals für die Gesellschaft keine Option, so dass momentan keine Verschuldung ausgewiesen wird. Die Eigenkapitalquote der Gesellschaft beträgt 73,2 %. Das bereinigte Eigenkapital beträgt 42,78 Mio. €. Die Abdeckung kurzfristiger Verbindlichkeiten ist durch den hohen Bestand an liquiden und liquiditätsnahen Mitteln mit einem Wert 1,55 (Liquidität 1. Grades) jederzeit gewährleistet.

Besonders die liquiditätswirksame Auflösung von Steuerrückstellungen sowie der stärkere Abbau des Bestands an Verbindlichkeiten führte in den letzten zwölf Monaten zu einem Anstieg des operativen Cash Flows auf 3,98 Mio. €. Unter Einbezug des Cash Flows aus Investitionstätigkeit verbleibt ein Free Cash Flow in Höhe von 3,53 Mio. €.

Fazit – Finanzkrise verdunkelt die Aussichten etwas, dennoch attraktives Aufholpotential der Aktie

Die Realtech AG operiert mit seinen zwei Geschäftsbereichen Software und Consulting in einem Markt, der laut aktuellen Studien trotz Finanzkrise ein immer noch nachhaltiges Wachstum aufweist. Die für die Realtech AG wichtigen Segmente Software und IT-Services sind dabei erneut die größten Wachstumstreiber des IT-Marktes, mit prognostizierten Wachstumsquoten für das kommende Jahr 2009 in Höhe von 4,9 % respektive 6,0 %. Dennoch sind gewisse Interdependenzen zur aktuell schwierigen Marktsituation nicht auszuschließen. Diese Tatsache konnte besonders im dritten Quartal, das stellenweise durch Projektverschiebungen im Software-Bereich sowie Projektverlagerungen im Consulting-Bereich gekennzeichnet war, beobachtet werden. Dementsprechend wird das laufende letzte Quartal nicht an das starke Q4 2007 anknüpfen können. Aufgrund dieser Tatsache musste der Vorstand seine Jahresziele nach unten korrigieren sowie ein konzernweites Kostensparprogramm etablieren.

Belastungen für den Aktienkurs könnten zudem aus einem eventuellen Ausstieg des Großaktionärs AwW, der kürzlich Liquiditätsprobleme meldete, entstehen. Diese Entwicklung sollte weiterhin unter kritischer Beobachtung bleiben. Das momentan niedrige Kursniveau gepaart mit dem günstigen Risikoprofil der Gesellschaft rechtfertigt dennoch ein Investment in die Realtech AG, da ein baldiger Kursanstieg nicht lange auf sich warten lassen sollte. Zudem zeigen die derzeitigen Kursniveaus mit einem KBV von 1,14 das weitere Aufholpotential der Realtech-Aktie.

SAF Simulation, Analysis and Forecasting AG

Nettocash:** 4,64

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 7,00

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: CH0024848738

WKN: A0JD78

Börsenkürzel: S4X

Aktienanzahl³: 5,539

Marketcap³: 38,77

EnterpriseValue³: 12,25

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 63,4 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

WESTLB AG

Analysten:

Freisler Jörn

freisler@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: Prognosesoftware

Mitarbeiter: 100 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1996

Firmensitz: Tägerwilen (Schweiz)

Vorstand: Dr. Andreas von Beringe
(Vorsitzender)



Die SAF Simulation, Analysis and Forecasting AG ist auf die Entwicklung von Bestell- und Prognose-Software für Handel, Logistik und Industrie spezialisiert. Bei der Entwicklung von Software setzt die schweizer Gesellschaft auf neue, innovative Ansätze, dispositive Entscheidungen vollautomatisch und zuverlässig auf Basis von Zukunftswerten zu treffen. Bei der Entwicklung der Softwareapplikationen setzt das 1996 gegründete Unternehmen auf den wiederentdeckten innovativen Denkansatz des Demand Chain Management. Im Gegensatz zum Supply Chain Management, das logistische Abläufe rein von der Produzentenseite her angeht, wird die Prozesskette bei diesem Ansatz von ihrem zentralen Treiber, dem Kunden und seinem Kaufverhalten gesteuert. Inzwischen ist die SAF mit ihrem breiten Produkt- und Service-Portfolio zu einem umfassenden Dienstleister avanciert, der nicht nur im Handel für einen effizienteren Warennachschub sorgt, sondern auch darüber hinaus Optimierungspotentiale der gesamten Wertschöpfungskette identifiziert und zu realisieren versucht.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	13,57		13,21	
EBITDA	5,30	39,1%	3,13	23,7%
EBIT	4,97	36,6%	2,56	19,4%
Jahresüberschuss	4,59	33,8%	3,44	26,0%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	26,94		
Nettocash (unbereinigt)	26,57	Nettocash (bereinigt)	25,71
Eigenkapital (bereinigt)	32,82	KBV (bereinigt)	1,18
operativer Cashflow (12m)	1,84	Free Cash Flow (12m)	1,42

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	10,37	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	1,12%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			68,5%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			66,3%

Finanztermine

SAF Simulation, Analysis and Forecasting AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Rekordumsätze im dritten Quartal retten das Ergebnis

Im dritten Quartal 2008 verbuchte die SAF mit 4,9 Mio. € den höchsten Quartalsumsatz der Unternehmensgeschichte. Dies entspricht einem Zuwachs gegenüber dem dritten Quartal des Vorjahres um 55,9%. Insgesamt belaufen sich somit die Umsätze nach 9 Monaten auf 10,5 Mio. €, was einer Steigerung um 12,7% gegenüber der Vorjahresperiode (9,3 Mio. €) entspricht. Ausschlaggebend hierfür war das Lizenzgeschäft, das nach einem schwächeren ersten Halbjahr, im dritten Quartal deutlich anzog. Hinzu kommt ein kontinuierlicher Zuwachs der Wartungserlöse, die mit dem Verkauf jeder neuen Softwarelizenz zulegen. Außerdem konnte im Geschäftsbereich Dienstleistungen ein deutliches Wachstum erzielt werden.

Dadurch, dass die SAF AG stetig in zukünftiges Wachstum investiert, stiegen die operativen Gesamtkosten in den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres um 16,7% an. Dies liegt hauptsächlich an den planmäßig gestiegenen Vertriebskosten, welche um 36,9% anwuchsen. Im Zuge des sehr guten Ergebnisses des dritten Quartals, konnte die SAF in den ersten neun Monaten ein Konzernergebnis von 1,7 Mio. € verzeichnen. Dies entspricht dem Niveau des vergleichbaren Vorjahreszeitraums. Das EBIT folgt diesem Aufwärtstrend und konnte im dritten Quartal um 380,2% auf 2,1 Mio. € gesteigert werden. (Q3 2007: 0,4 Mio. €). Insgesamt erzielte die SAF in den ersten neun Monaten ein EBIT von 1,2 Mio. €, was einem Rückgang von 12,9% entspricht (Vorjahreszeitraum: 1,4 Mio. €).

Bewertung anhand der Kennzahlen der SAF Simulation, Analysis and Forecasting AG zum 30.09.2008

Die SAF verfügte zum 30.09.2008 über 26,9 Mio. € an liquiden Mitteln. Die gesamten Brutto-Cashreserven betragen ebenfalls 26,9 Mio. €, da die Gesellschaft über keine Wertpapiere oder sonstige cashrelevanten Vermögensgegenstände verfügt. Bei Abzug der zinsbaren Verbindlichkeiten ergibt sich ein Netto-Cashbestand von 26,6 Mio. €. Bereinigt man diesen Wert um betrieblich notwendiges Kapital der Gesellschaft, ergibt sich eine Netto-Cashposition von 25,7 Mio. €. Somit ist die Aktie zu ca. 2/3 mit Cash abgedeckt.

Die Verschuldungsrate liegt bei der SAF bei knapp über 1% und die Eigenkapitalquote insgesamt bei 91,7%. Dies spiegelt die solide Finanzierung der Gesellschaft wider. Die Liquidität 1. Grades beträgt 10,37, was dem Unternehmen eine sehr gute Zahlungsfähigkeit attestiert und die positive Finanzlage untermauert. Mit einem operativen Cashflow auf Basis der letzten 12 Monate von 1,8 Mio. € und einem Free-Cashflow (ebenfalls auf 12-Monats-Basis) von 1,4 Mio. € ist das Unternehmen in der Lage, auch trotz des leichten Ergebnissrückgangs weitere Cash-bestände anzuhäufen. Das aktuelle Kurs-Buchwert-Verhältnis der SAF AG beträgt 1,18.

Fazit – Trotz Finanzkrise zuversichtlich für die Zukunft

Die SAF rechnet für das Gesamtjahr 2008 mit einem Umsatzplus. Das gute Ergebnis des dritten Quartals und die erneute Überprüfung der Einflussfaktoren auf das Umsatzvolumen stimmt die Gesellschaft zuversichtlich. Der OEM-Partner SAP konnte mit einem guten Lizenzabsatz im dritten Quartal seine Erwartungen für das Geschäftsjahr 2008 bestätigen. Auf Grund der langfristigen Zusammenarbeit mit SAP und der schrittweisen Verstärkung des Direktgeschäfts, sieht sich SAF hervorragenden Perspektiven gegenüber, die eigene Position im wachsenden Markt weiter zu verbessern. Somit ist auch zukünftig von einem positiven Free-Cashflow auszugehen.

Die Folgen der Finanzkrise und die damit einhergehende erwartete Investitionszurückhaltung sind allerdings nicht abzusehen. Bisher sieht die SAF aber keine Anzeichen für negative Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung. Schließlich bewirkt SAF-Technologie für Händler deutliche Kostenreduktionen bei einer gleichzeitigen Umsatzsteigerung. So ist die SAF AG auch in schwierigen Zeiten bestens positioniert und kann zuversichtlich in die Zukunft blicken.

Für Investoren könnte ein Einstieg bei SAF äußerst attraktiv sein.

SCM Microsystems Inc.

Nettocash:** 1,41

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 1,45

28.11.2008 / Xetra

Währung: USD

USD/EUR: 1,2642

Stammdaten:

ISIN: US7840181033

WKN: 909247

Börsenkürzel: SMY

Aktienanzahl³: 15,743

Marketcap³: 22,89

EnterpriseValue³: -9,56

³ in Mio. / in Mio. USD

Freefloat: 100,0 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IAS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Gode Felix

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: PC-Security, Digital Media Reader

Mitarbeiter: 153 Stand: 31.12.2007

Gründung: 1990

Firmensitz: Fremont/USA

Vorstand: Felix Marx, Stephan Rohaly, Sour
Chhor, Dr. Manfred Müller



Die SCM Microsystems Inc. ist ein Anbieter von Produkten, die den gesicherten Zugang zu digitalen Inhalten und Diensten erlauben. Das Unternehmen hat sich auf die Entwicklung und den Vertrieb von standardisierten kontaktbehafteten und kontaktlosen Chipkartenlesegeräten und –terminals im Geschäftsbereich „PC-Security“ sowie professionellen Lesegeräten für Flash Memory Cards im Bereich „Digital Media Readers“ spezialisiert. Die Chipkartenlesegeräte dienen der Zugangskontrolle zu Computern, Netzwerken aber auch Gebäuden. Dabei verfügt das Unternehmen über kontaktbehaftete Zugangskontrollen, wie Fingerabdrucklesegeräte und kontaktlose Zugangskontrollen, etwa mittels Chipkarten. Häufige Kunden der SCM sind staatliche Einrichtungen, wie z.B. das amerikanische Verteidigungsministerium. Im Bereich „Flash Memory Cards“ werden digitale Lesegeräte für solche Karten produziert, die vor allem auf Grund der boomenden Digitalfotografie eine immer weitere Verbreitung finden. 80 % des professionellen Fotokioskmarktes werden von SCM beliefert. Dabei zählen Unternehmen wie Kodak, Fuji oder IBM zu den Kunden.

GuV in Mio. USD \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	33,61		30,44	
EBITDA	-7,71	neg.	-3,89	neg.
EBIT	-8,74	neg.	-4,47	neg.
Jahresüberschuss	-1,04	neg.	-1,92	neg.

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. USD zum 30.9.2008

Bruttocash	25,02		
Nettocash (unbereinigt)	25,02	Nettocash (bereinigt)	22,18
Eigenkapital (bereinigt)	31,14	KBV (bereinigt)	0,74
operativer Cashflow (12m)	-7,75	Free Cash Flow (12m)	0,64

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	2,71	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			109,3%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			96,9%

Finanztermine

SCM Microsystems Inc.

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten 2008: US-Geschäft belastet

Der bisherige Jahresverlauf in den ersten neun Monaten 2008 war geprägt von einer schwächeren Umsatz- und Ergebnisentwicklung als noch im Vorjahr. Die Umsatzerlöse waren von 20,71 Mio. \$ um 6,5 % auf 19,38 Mio. \$ rückläufig. Für den Rückgang verantwortlich war vor allem der US-Markt. Während in den Regionen Europa und Asien jeweils steigende Umsätze verbucht werden konnten, mussten in den USA rückläufige Umsatzerlöse in Höhe von 24,7 % auf 7,21 Mio. \$ hingenommen werden. Maßgeblichen Einfluss hatte dabei eine signifikante schwächere Nachfrage der US-Regierung nach Sicherheitslösungen. Projekt- und Budgetverzögerungen waren stark zu spüren. Auf dem asiatischen Markt konnten zwar die Umsatzerlöse um 13,1 % gesteigert werden, jedoch war ein starker Trend hin zu integrierten Chipkartenlesern zu spüren, die jedoch einen geringeren Durchschnittspreis erzielen als die externen Leser. Auch ergebnisseitig machte sich der Umsatzrückgang bemerkbar. So lag das EBIT nach den ersten neun Monaten des abgelaufenen Geschäftsjahres mit -6,37 Mio. \$ nochmals unter dem Vorjahresniveau von -4,53 Mio. \$. Hierbei spielte aber neben der schwächeren Umsatzentwicklung auch die Fokussierung auf das zukünftige Wachstum eine Rolle. So wurden F&E-Aufwendungen zur Entwicklung neuer kontaktloser Zugangskontrollen geleistet, da diese zukünftig eine verstärkte Rolle spielen werden. Auch das Vertriebsteam wurde ausgebaut, um die neuen Produkte auf allen wichtigen Märkten platzieren zu können. Nicht zuletzt beeinflusste der schwache Dollar das Ergebnis. Unterm Strich musste ein Verlust von -5,99 Mio. € verbucht werden, nach -2,29 Mio. € im Vorjahreszeitraum.

Bewertung anhand der Kennzahlen der SCM Microsystems Inc. zum 30.09.08

Entsprechend dem starken Verlust war auch der operative Cash-Flow negativ. Der Investitionscash-Flow lag mit 13,34 Mio. \$ im positiven Bereich, was jedoch ausschließlich auf die Auflösung von kurzfristigen Geldanlagen zurückzuführen ist. Ohne diese Position hätte der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit 0,53 Mio. \$ betragen.

Der Free-Cash-Flow ist also rein rechnerisch positiv, operativ hat das Unternehmen jedoch Geld verbrannt. Dennoch verfügt das Unternehmen noch über hohe Summen liquide r Mittel. Zum 30.09.2008 beliefen sich diese auf 25,02 Mio. \$, was die Marktkapitalisierung deutlich übersteigt.

Diese liegt aktuell bei 22,89 Mio. \$. Verbindlichkeiten gegenüber Banken bestehen nicht, so dass auch die Nettocashposition gleich hoch ist. Damit beträgt das Verhältnis Nettoliquidität zu Marktkapitalisierung bei 1,09. Bereinigt um betriebsnotwendiges Kapital beträgt der Nettocash pro Aktie 1,41 \$, was einem Abschlag zum aktuellen Kurs von 3 % bedeutet. Die bereinigte und unbereinigte Eigenkapitalquote ist entsprechend der hohen Cashausstattung mit 76,7 % sehr solide. Umgekehrt ist der Verschuldungsratio mit 0 % sehr niedrig. Auch die Liquidität 1. Grades zeigt mit 2,71 die gute finanzielle Situation des Unternehmens auf. Das bereinigte und unbereinigte KBV liegt mit 0,74 unter 1 und bestätigt die Aussage der Notierung des Aktienkurses unter dem Cashbestand.

Fazit – operative Verbesserung zunächst abwarten

Im laufenden Geschäftsjahr wurden viele Anstrengungen unternommen, um auf die schwankende Nachfrage im US-Geschäft zu reagieren und die sich ändernde Marktnachfrage zu kompensieren. Daher wurde in den Markt für kontaktlose Zugangskontrollen investiert, wo zukünftig eine größere Nachfrage zu erwarten ist.

Dafür wurde unter anderem auch eine Position an der TranZfinity erworben, um die Entwicklung schneller voranzutreiben. Ein starkes Wachstum erwartet sich SCM aus der elektronischen Gesundheitskarte, die in Deutschland eingeführt werden soll. SCM ist einer der wenigen Anbieter am Markt, die die entsprechenden Terminals liefern können.

Die Einführung dieser wird jedoch nicht vor Ablauf des Jahres erwartet, wahrscheinlich sogar erst in 2009. Ein Investment ist daher zunächst nur für den spekulativen Anleger zu empfehlen.

SFC SMART FUEL CELL AG

Nettocash:** 6,00

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 5,50

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0007568578

WKN: 756857

Börsenkürzel: F3C

Aktienanzahl³: 7,300

Marketcap³: 40,15

EnterpriseValue³: 34,65

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 40,6 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

HSBC T. & B.

Analysten:

Freisler Jörn

freisler@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Chemie, Industrie, Technologie

Fokus: Brennstoffzellen

Mitarbeiter: 105 Stand: 30.9.2008

Gründung: 2000

Firmensitz: Brunnthal

Vorstand: Dr. Peter Podesser (Vorsitzender)



SFC Smart Fuel Cell ist Marktführer für mobile und netzferne Energieversorgung auf der Basis der Brennstoffzellentechnologie für Anwendungen im Freizeit-, Industrie- und Militärbereich und kooperiert mit führenden Unternehmen unterschiedlicher Branchen. Als einer der Pioniere im Technologiesektor wurde SFC mit zahlreichen Innovations- und Industriepreisen ausgezeichnet. Im Gegensatz zu den meisten anderen Brennstoffzellenfirmen, die sich noch in der Entwicklungsphase befinden oder hoch subventionierte Demonstrationsanlagen betreiben, verkauft SFC bereits seit drei Jahren mit großem Erfolg voll kommerzialisierte Brennstoffzellen an Industrie- und Endverbraucherkunden. Ebenso verfügt das Unternehmen über eine etablierte, funktionierende Tankpatroneninfrastruktur. Alle SFC-Brennstoffzellen und SFC-Tankpatronen sind „Made in Germany“ und werden am SCF-Standort in Brunnthal bei München produziert. Dort befindet sich auch die Forschungs- und Entwicklungsabteilung des Unternehmens. So wird sichergestellt, dass neue Entwicklungen schnellstmöglich in neue Produkte umgesetzt werden können.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	7,02		14,35	
EBITDA	-3,57	neg.	-3,96	neg.
EBIT	-4,04	neg.	-4,71	neg.
Jahresüberschuss	-4,43	neg.	-2,52	neg.

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	45,53		
Nettocash (unbereinigt)	45,34	Nettocash (bereinigt)	43,80
Eigenkapital (bereinigt)	49,86	KBV (bereinigt)	0,81
operativer Cashflow (12m)	-4,75	Free Cash Flow (12m)	5,18

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	12,62	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0,38%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			112,9%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			109,1%

Finanztermine

SFC SMART FUEL CELL AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Trotz Umsatzwachstum negatives Ergebnis

In den ersten 3 Quartalen ist die SFC weiter gewachsen und konnte einen Umsatzanstieg um 8,5% auf 10,54 Mio. € gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum verzeichnen. Der Produktanteil am Umsatz blieb in den ersten neun Monaten 2008 mit 77,5% annähernd unverändert (Vorjahreszeitraum: 77,0%), während sich der Anteil der Umsätze aus Entwicklungszusammenarbeit entsprechend verringerte. In Europa (+ 27,3%) und Asien (+ > 100%) konnten die größten Umsatzsteigerungen verzeichnet werden, wohingegen die Umsätze in den USA um 27,3% einbrachen.

Kostenseitig gibt es gegenläufige Entwicklungen zu beobachten. Während sich die Vertriebskosten im 9-Monatszeitraum 2008 um 2,6% auf 2,99 Mio. € reduzierten (Vorjahreszeitraum: 3,07 Mio. €), erhöhten sich die Forschungs- und Entwicklungskosten im selben Zeitraum um 46,5% auf 2,53 Mio. €. Die allgemeinen Verwaltungskosten konnten um 1,7% gegenüber dem Vorjahreszeitraum auf nun 1,64 Mio. € gesenkt werden. Das EBIT der Gesellschaft verschlechterte sich im 9-Monatszeitraum um 3,8% auf -3,77 Mio. € (Vorjahreszeitraum: -3,64 Mio. €). Demzufolge reduzierte sich das um Sondereinflüsse bereinigte EBIT in Relation zum Umsatz auf -36,1% (Vorjahreszeitraum: -27,7%).

Bewertung anhand der Kennzahlen der SCF SMART FUEL CELL AG zum 30.09.2008

Mit 45,53 Mio. € liquiden Mitteln (was auch der Brutto-Cashposition entspricht, da keine weiteren cash-relevanten Positionen in der Bilanz geführt werden) und nur sehr wenigen zinsbaren Verbindlichkeiten kann die SFC Netto-Cashreserven von 6.34 € je Aktie verzeichnen. Bereinigt man diesen Wert um das operativ notwendige Kapital, so ergibt sich ein bereinigter Wert von 6.00 € je Aktie.

Die Liquidität 1. Grades der SFC beträgt 12,62 und fällt somit unwahrscheinlich stark aus. Auch die Eigenkapitalquote von 91,4% zeugt von einer sehr soliden Finanzierung des Unternehmens. Der operative Cashflow auf Basis der letzten 12 Monate hingegen beläuft sich auf – 4,75 Mio. €. Dagegen steht der Free-Cashflow, der mit 5,18 Mio. € positiv ausfällt (noch zum Halbjahr betrug der Free-Cashflow -2,20 Mio. €). Dies ist bedingt durch positive Rückflüsse aus den Investitionen. Die zukünftige Entwicklung des operativen Cashflows hängt stark davon ab, ob es der SFC gelingt, ihre Kostenpositionen zu senken und so ein positives Ergebnis erzielen kann.

Weiter kann die Gesellschaft auf ein günstiges Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,81 blicken.

Fazit – EBIT-Break-Even ist 2009 möglich - für spekulative Anleger interessant

Auf Grund des zur Zeit schwieriger werdenden gesamtwirtschaftlichen Umfelds im Zuge der Finanzkrise geht SFC davon aus, dass die Umsätze des Vorjahres im worst-case-Szenario knapp verfehlt werden und bestenfalls eine Steigerung von 10% erreicht wird. Da SFC über eine hervorragende Wettbewerbsposition verfügt, besteht die Chance, den aktuellen Vorsprung hinsichtlich der Technologiereife und Vermarktung auszubauen und weiterhin anerkannte Standards zur netzunabhängigen Stromversorgung im kleineren und mittleren Leistungsbereich zu setzen. Der EBIT-Break-Even ist im Gesamtjahr wohl nicht mehr zu erreichen, jedoch könnte dies 2009 immernoch der Fall sein.

Gegenmaßnahmen zur erheblichen Absatzverlangsamung im Freizeitbereich wurden bereits eingeleitet. So wird der Aufbau eines internationalen Geschäfts in Großbritannien, Skandinavien, den Benelux-Ländern und Australien intensiviert. Außerdem ist eine Beschleunigung der OEM-Programme zur Serienausstattung von Reisemobilen bereits eingeleitet. Auf Grund der geplanten Maßnahmen, steht ein Einstieg bei der SCF Smart Fuel Cell AG dem spekulativen Anleger durchaus offen.

Nettocash**: 1,76

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 2,85

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

Aktienanzahl³: 12,078

Marketcap³: 34,42

EnterpriseValue³: 12,14

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 69,8 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

Commerzbank AG

Analysten:

Filker Cosmin

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Syzygy AG *5

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 275 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1994

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Frank Wolfram



Die Syzygy AG ist eine europäische Agenturgruppe für interaktives Marketing, die Aufgaben einer geschäftsführenden Holding wahrnimmt, während die Tochtergesellschaften als operative Einheiten das Beratungs- und Dienstleistungsgeschäft ausüben. Dabei besteht der Konzern aus der Syzygy Aktiengesellschaft sowie ihren sechs Tochtergesellschaften: der Syzygy Deutschland GmbH, der Syzygy UK Ltd., der Gesellschaft für elektronischen Handel (GFEH), der Unique Digital Ltd., der Mediopoly Ltd. sowie seit dem 15. Januar 2008 dem Design Studio Hi-ReS! Mit den Niederlassungen in Frankfurt, Hamburg und London bietet der Konzern europäischen Großunternehmen ein ganzheitliches Dienstleistungsspektrum rund um unternehmensrelevante Internet-Lösungen: von der strategischen Planung über Projektplanung, Konzeption und Gestaltung bis hin zur technischen Realisierung. Suchmaschinenmarketing und Online Media Planung komplettieren das Serviceangebot der Syzygy AG. Den Kunden wird somit die Nutzung des Internets als leistungsstarkes Kommunikations- und Vertriebsmedium und die Interaktion mit Kunden, Geschäftspartnern und Mitarbeitern ermöglicht.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	20,31		27,35	
EBITDA	2,19	10,8%	4,08	14,9%
EBIT	1,40	6,9%	3,37	12,3%
Jahresüberschuss	2,27	11,2%	2,57	9,4%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	23,75		
Nettocash (unbereinigt)	23,75	Nettocash (bereinigt)	21,24
Eigenkapital (bereinigt)	16,50	KBV (bereinigt)	2,09
operativer Cashflow (12m)	5,46	Free Cash Flow (12m)	0,37

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	1,04	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			69,0%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			61,7%

Finanztermine

März 2009: Veröffentlichung GJ-Bericht	Oktober 2009: Veröffentlichung 9M-Bericht
Mai 2009: Veröffentlichung Q1-Bericht	
Juli 2009: Veröffentlichung HJ-Bericht	

Syzygy AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Rekordumsätze schlagen sich im Ergebnis durch

Mit Vorlage der 9-Monatszahlen vermeldete die Syzygy AG Rekordumsätze und konnte erneut das Potenzial des starken Onlinemarktes ausschöpfen. Im laufenden Geschäftsjahr erzielt die Gesellschaft Umsätze in Höhe von 23,16 Mio. €, was im Vergleich zur Vorperiode einem zweistelligen Anstieg in Höhe von 17,5 % entspricht. Die regionale Umsatzaufteilung zeigt hier eine in etwa paritätische Aufteilung der Umsatzbeiträge der relevanten Märkte Deutschland und Großbritannien. Die Aufteilung nach Geschäftsbereichen zeigt ein deutliches Übergewicht des Segmentes Webdesign, das mit 17,13 Mio. € einen Anteil von 74,0 % am Gesamtumsatz aufweisen konnte. Die Umsätze im Onlinemarketing konnten gegenüber dem Vorjahresperiode um 46,8 % auf 6,72 Mio. € gesteigert werden (9M 2007: 4,58 Mio. €).

Unterproportional gestiegene Einstandskosten und intensivere Marketingaufwendungen im Zusammenhang mit der Vereinigung der Tochtergesellschaften GFEH mbH und der Unique Digital Marketing Ltd. ließen das EBITDA gegenüber dem Vorjahreszeitraum mit 4,27 Mio. € um 48,0 % ansteigen (9M 2007: 2,88 Mio. €). Der Jahresüberschuss lag nach den ersten neun Monaten 2008 bei 2,54 Mio. €. Gegenüber dem Vergleichszeitraum entspricht dies einer Steigerung von 44,3 %. Der EPS belief sich auf 0,21 € (9M 2007: 0,15 €). Der operative Cash Flow fiel in den ersten drei Quartalen des laufenden Geschäftsjahres deutlich positiv aus und belief sich auf 5,76 Mio. € (9M 2007: 2,99 Mio. €).

Bewertung anhand der Kennzahlen der Syzygy AG zum 30.09.08

Die Syzygy AG verfügt über gesunde Bilanzrelationen und über eine hohe Eigenkapitalausstattung. Zum Stichtag 30.09.08 belief sich das Eigenkapital auf 34,02 Mio. € (bereinigtes Eigenkapital: 16,50 Mio. €), was einer Eigenkapitalquote von 59,7 % entspricht. Das Fehlen langfristiger Verbindlichkeiten sowie jeglicher zinsbarer Verbindlichkeiten, bringt die Gesellschaft in eine sehr komfortable, schuldenfreie Lage. Die Syzygy AG ist zudem jederzeit in der Lage die kurzfristigen Verbindlichkeiten durch Ihre liquiden Mittel sowie durch das kurzfristige Vermögen abzudecken. In diesem Zusammenhang zeigt eine Liquidität 1. Grades von 1,04, wie weit das Unternehmen von der Aufnahme fremder Mittel entfernt ist. Schon bereits in der Vergangenheit eröffnete die starke Liquiditätsbasis die Möglichkeit weiteren anorganischen Wachstums. So wurde im laufenden Jahr die Kreativkompetenz mit der Akquisition der Hi-ReS! erweitert. Unter dem weiteren Einbezug der Investitionen in das Anlagevermögen flossen dadurch in den letzten zwölf Monaten liquide Mittel in Höhe von 5,08 Mio. €, denen ein operativer CashFlow in Höhe von 5,46 Mio. € gegenübersteht, ab. Demzufolge erzielte die Syzygy AG einen Free Cashflow in Höhe von 0,37 Mio. €. In Summe blieb der Brutto-Cash der Gesellschaft mit 23,75 Mio. € nahezu unverändert. Um Minderheitenanteile und betriebsnotwendiges Vermögen bereinigt, verbleibt ein Netto-Cash in Höhe von 21,24 Mio. €. Die bereinigten liquiden Mittel je Aktie betragen somit 1,76 €. Indizien für eine Unterbewertung der Syzygy-Aktie liefert die hohen Nettocash-Unterlegung (bereinigt) in Höhe von 61,7 % sowie ein bereinigtes KBV in Höhe von 2,09.

Fazit – Die Zeichen stehen auf Grün

Die Syzygy AG ist in einem Marktumfeld tätig, das basierend auf der Zunahme der Internetnutzer in den für die Syzygy relevanten Regionen Deutschland und Großbritannien, von einem starken Wachstum geprägt ist. Während vielfach eine Stagnation des gesamten Werbemarktes erwartet wird, soll der Online-Werbemarkt seinen positiven Trend fortsetzen und weiterhin Zuwächse im zweistelligen Bereich aufweisen.

Um an diesem Marktwachstum teilnehmen zu können, hat die Syzygy AG bereits eine wichtige Basis mit dem Ausbau Ihrer Kreativkompetenzen, mit dem Erwerb der Hi-ReS!, gelegt. Zudem wurden die erworbenen Tochtergesellschaften GFEH und Unique Digital Marketing Ltd. unter der Marke „uniquedigital“ vereint. Hiervon verspricht sich die Gesellschaft eine erfolgreiche Penetration des Marktes für Onlinemarketing, um ebenfalls von der dynamischen Entwicklung dieses Marktsegmentes zu profitieren.

Diese positiven Aussichten konnten die Aktienkurse der Gesellschaft gegen die derzeitigen Marktverwerfungen zwar nicht immunisieren, dennoch kann der Kurs immer noch eine stabile Entwicklung aufweisen. Gesunde Bilanzrelationen sowie der hohe Bestand an liquiden Mitteln dämpfen das Risiko erheblich ein, so dass einer baldigen Erholung nichts im Wege steht.

Nettocash**: 0,55

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 2,18

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,340

Marketcap³: 22,32

EnterpriseValue³: 11,65

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 31,2 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

LBBW

Analysten:

Filker Cosmin

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

USU Software AG *5

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service

Management/Knowledge Business

Mitarbeiter: 254 Stand: 30.6.2008

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Die 1977 gegründete USU Software AG mit Sitz in Möglingen bietet als Spezialist für Business Service Management Anwendungen und Servicedienstleistungen im Rahmen ihres Produkt- und Servicegeschäftes. Mit ihren bekanntesten Produkten Valuation und USU KnowledgeCenter ist die USU Software AG in der Lage, den wachsenden technischen und kaufmännischen Anforderungen zu entsprechen und individuelle ganzheitliche Lösungen für ihre Kunden anzubieten. Mit dem Fokus auf dem Business Service Management als neuartiger strategischer Ansatz für die Unternehmen, ermöglichen die Produkte der USU Software AG die Konzentration auf die entscheidenden Kernprozesse sowie die Einbindung des Wertbeitrages der IT-Organisation in das Unternehmen. Mit der integrierten Software Suite Valuation haben die Kunden von USU die Möglichkeit einer effizienten Kostenplanung ihrer IT-Assets sowie der individuellen Anpassung der IT-Services an ihre Geschäftsanforderungen. Unternehmensweite Recherchen und die optimale Ausnutzung vorhandener externer Wissensquellen werden durch die USU KnowledgeCenter Suite ermöglicht.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	25,93		31,05	
EBITDA	2,31	8,9%	3,48	11,2%
EBIT	0,99	3,8%	1,89	6,1%
Jahresüberschuss	2,09	8,1%	4,54	14,6%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	8,47		
Nettocash (unbereinigt)	8,10	Nettocash (bereinigt)	5,62
Eigenkapital (bereinigt)	18,60	KBV (bereinigt)	1,20
operativer Cashflow (12m)	1,32	Free Cash Flow (12m)	2,45

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	1,20	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	1,84%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			36,3%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			25,2%

Finanztermine

09.12.2008: Analystenkonferenz - VI. MKK	August 2009: Veröffentlichung HJ-Bericht
März 2009: Veröffentlichung GJ-Bericht	November 2009: Veröffentlichung 9M-Bericht
Mai 2009: Veröffentlichung Q1-Bericht	

USU Software AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Sondereffekte belasten operative Entwicklung

Die Umsätze des traditionell margenstarken jedoch volatilen Geschäftsbereiches „Produktgeschäft“ konnten an das starke durch Großaufträge geprägt dritte Quartal des Vorjahres 2007 nicht anknüpfen und reduzierten sich im abgelaufenen Q3 2008 von 6,27 Mio. € um 38,8 % auf 5,21 Mio. €. Unter anderem wurde das Produktgeschäft durch Zusatzinvestitionen in die Beratung eines großen Festpreisprojektes, welche sich in Form von Umsatzausfällen auswirkten, belastet. Der Geschäftsbereich „Servicegeschäft“, konnte gegenüber dem Vorjahreszeitraum eine erfreuliche Entwicklung verzeichnen und stieg um 29,8 % auf 2,92 Mio. € an (Q3 2007: 2,25 Mio. €). Insgesamt erzielte die USU Gruppe im dritten Quartal einen Umsatz in Höhe von 8,13 Mio. €.

Der gezielte Ausbau der internen Beratungsmannschaft in beiden operativen Segmenten sowie eine Rückzahlungsverpflichtung von Vorsteuerbeträgen an das Finanzamt belasteten die Kostensituation der USU Software AG. In Q3 2008 erzielte die Gesellschaft dementsprechend ein EBITDA in Höhe von 0,17 Mio. €, das sich im Vergleich zur Vorjahresperiode um 89,0 % reduzierte (Q3 2007: 1,54 Mio. €). Das negative EBIT in Höhe von -0,13 Mio. € verdeutlicht erneut die außerordentlichen Belastungen des dritten Quartals 2008 (Q3 2007: 1,20 Mio. €). Sowohl der Ergebnisrückgang als auch der stichtagsbezogene Anstieg des Working Capital reduzierten den operativen Cashflow auf 0,62 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahreswert des dritten Quartals in Höhe von 2,18 Mio. € bedeutet dies einen Rückgang von 71,6 %.

Bewertung anhand der Kennzahlen der USU AG zum 30.09.08

Diese außerordentlichen Belastungen spiegeln sich auch im Aktienkurs der USU Software AG wider. Nachdem der Jahresverlauf durch eine stabile Seitwärtsbewegung gekennzeichnet war, geriet die Aktie nicht zuletzt aufgrund der finanzmarktbedingten Sogwirkung unter Druck und notierte zwischenzeitlich auf einem All-Time-Low. Doch die nach wie vor gesunden Bilanzrelationen stehen in keinem Bezug zum aktuellen Kursniveau. Die sehr hohe Eigenkapitalquote von 85,8 % mit einem Eigenkapital in Höhe von 44,95 Mio. € (bereinigtes Eigenkapital: 18,60 Mio. €), impliziert bei einer Bilanzsumme von 52,37 Mio. € einen sehr geringen Verschuldungsgrad. Tatsächlich ist die Verschuldungsratio der USU Software AG mit 1,84 % vernachlässigbar klein. Zudem sind die kurzfristigen Verbindlichkeiten in Höhe von 7,44 Mio. € vollständig durch die hohe Cash-Position (liquide Mittel + Bankguthaben) in Höhe von 8,47 Mio. € abgedeckt. Damit ergibt sich also eine komfortable Liquidität 1. Grades von 1,20.

Der geringe Bestand an zinsbaren Verbindlichkeiten sowie der Einbezug des monatlichen betriebsnotwendigen Vermögens, führt zu einem bereinigten Netto-Cashbestand in Höhe von 5,62 Mio. €, oder 0,55 € je Aktie, was bei einem Aktienkurs von 2,18 € einer bereinigten Cash-Unterlegung von 25,2 % gleichkommt. Eine zusätzliche Indikation dieser Unterbewertung liefert das niedrige bereinigte KBV in Höhe von 1,20. Insgesamt erzielte die Gesellschaft aus Sicht der letzten 12 Monate einen Free Cash Flow in Höhe von 2,45 Mio. €, der vor allem von der Veräußerung von Wertpapieren in Höhe von 2,02 Mio. € profitierte.

Fazit – Produktgeschäft und Auslandswachstum sollen zu Wiederaufnahme des Wachstumspfad führen

Die wesentlichen Wachstumstreiber der Gesellschaft sehen wir vordergründig im Anstieg der Erlöse des margenstarken Segments „Produktgeschäft“. Mit dem Wegfall der Sonderbelastungen aus dem großen Festpreisprojekt, die sich aufgrund hoher Beratungsleistungen in einem Wegfall von Umsatzerlösen auswirkten sollte es in diesem Bereich zu signifikanten Umsatzsteigerungen kommen. Die USU Software AG operiert in einem Markt der sowohl in Deutschland als auch auf internationaler Ebene stabile Wachstumsquoten aufweist. Besonders die für die Gesellschaft relevanten Teilmärkte Software und IT-Services stechen dabei durch eine überproportionale Entwicklung hervor.

Zudem soll die forcierte Internationalisierungsstrategie der USU Software AG der weltweiten Marktentwicklung gerecht werden. In diesem Zusammenhang wurde das Vertriebsteam der Konzerntochter USU AG durch den neuen, international erfahrenen Vertriebsleiter, Sven Wilms, verstärkt, der nach langjährigen Führungstätigkeiten bei IBM und IDS Scheer über ideale Voraussetzungen für ein Vorantreiben des internationalen Geschäftes verfügt. Auch wenn diese Maßnahmen erst ab der zweiten Jahreshälfte 2009 zünden sollten, sehen wir die Gesellschaft aufgrund der guten Bilanzrelationen in einer risikoarmen Situation. Mittelfristig positive Ergebnisse sollten dennoch die Initialzündung für ein chancenreiches Investment sein.

Valor Computerized Systems Ltd.

Nettocash:** 1,29

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 1,13

28.11.2008 / Xetra

Währung: USD

USD/EUR: 1,2642

Stammdaten:

ISIN: IL0010845324

WKN: 928731

Börsenkürzel: VCR

Aktienanzahl³: 20,420

Marketcap³: 22,97

EnterpriseValue³: -2,25

³ in Mio. / in Mio. USD

Freefloat: 43,1 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Gode Felix

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: Datenaustauschsoftware

Mitarbeiter: 256 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1992

Firmensitz: Yavne, Israel

Vorstand: Dan Hoz



Die Valor Computerized Systems Ltd. ist ein in Israel ansässiges Unternehmen für hochentwickelte Softwarelösungen für die Elektronikindustrie. Dabei werden Lösungen für die gesamte Wertschöpfungskette der Leiterplattenindustrie angeboten, von der Entwicklung bis hin zum Herstellungsprozess. Die Software von Valor ermöglicht es den Kunden, die Daten zwischen den einzelnen Produktionsstufen zu übertragen, was in der Leiterplattenindustrie zu sehr wichtigen Effizienzverbesserungen führt. Basis der Software ist das selbst entwickelte Datenaustauschformat ODB++. In der Elektronikfertigung stellt eine ständig wachsende Geschwindigkeit, Komplexität und Kompaktheit von elektronischen Geräten und Technologien die Unternehmen vor große Herausforderungen. Daher sind immer kleinere, kompaktere und zuverlässigere Designs, die in immer kürzeren Zykluszeiten entwickelt werden, notwendig. Hierzu sind spezielle Engineering-Hilfsmittel erforderlich, damit der Übergang neuer Produkte von der Entwurfs- in die Herstellungsphase optimiert und auf diese Weise Produktivität, Ertrag, Zykluszeiten und Produktqualität verbessert werden könnten.

GuV in Mio. USD \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	36,74		41,97	
EBITDA	4,66	12,7%	4,58	10,9%
EBIT	3,18	8,7%	2,49	5,9%
Jahresüberschuss	3,27	8,9%	2,98	7,1%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. USD zum 30.9.2008

Bruttocash	31,96		
Nettocash (unbereinigt)	29,44	Nettocash (bereinigt)	26,32
Eigenkapital (bereinigt)	38,02	KBV (bereinigt)	0,60
operativer Cashflow (12m)	5,50	Free Cash Flow (12m)	2,69

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	3,04	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	6,65%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			128,1%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			114,6%

Finanztermine

Valor Computerized Systems Ltd.

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten 2008: Sonderaufwendungen belasten Ergebnis

In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2008 waren die Umsatzerlöse der Valor um 0,1 % minimal rückläufig. Dabei waren die Produktverkäufe mit einem Rückgang von 6,3 % verantwortlich, während das Wartungsgeschäft stark anstieg. Nach Wartungsumsätzen in Höhe von 12,58 Mio. \$ in 2007 fielen im gleichen Zeitraum 2008 13,73 Mio. \$ an, was einen Zuwachs von 9,1 % bedeutet. Jedoch stieg die Materialkostenbelastung gegenüber dem Vorjahr an, so dass sich die Rohmarge von 86,2 % auf 85,2 % leicht verschlechterte. Auch bei den sonstigen operativen Kosten gab es insgesamt einen Anstieg zu verzeichnen. Während die Forschungs- und Entwicklungskosten rückläufig waren und die Vertriebsaufwendungen auf dem Vorjahresniveau verharrten, musste ein Anstieg bei den Verwaltungsaufwendungen in Höhe von 43,2 % auf 2,98 Mio. \$ verzeichnet werden.

Hierbei ist jedoch zu beachten, dass 0,7 Mio. \$ Sonderaufwendungen für die Abfindung des ausgeschiedenen CEO anfielen. Auch Emissionskosten in Höhe von 1,42 Mio. \$ sind als einmalig anzusehen. Bereinigt um die Sonderaufwendungen waren die operativen Kosten um 4,8 % rückläufig. Entsprechend konnte das EBIT bereinigt um die Sonderaufwendungen um 44,3 % auf 2,79 Mio. \$ gesteigert werden. Inklusive dieser lag das EBIT mit 0,67 Mio. \$ stark unter dem Vorjahresniveau. Auch der Jahresüberschuss lag mit 1,33 Mio. \$ bedingt durch die Sonderaufwendungen unter dem Vorjahreswert von 2,20 Mio. \$. Auf Grund des hohen Zinsergebnisses von 0,99 Mio. \$ liegt das Niveau des Jahresüberschusses über dem des EBIT.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Valor Computerized Systems Ltd. zum 30.09.08

Trotz der Sonderbelastungen und dem damit verbundenen schwächeren Nettoergebnis in den ersten neun Monaten konnte Valor einen erneut starken Cash-Flow generieren. Aus dem operativen Geschäft wurden 5,36 Mio. \$ Cash generiert, was rund 0,89 Mio. \$ mehr waren als im Vorjahreszeitraum. Damit konnte der positive Trend der Jahre 2006 und 2007 fortgesetzt werden, als 5,84 Mio. \$ bzw. 4,60 Mio. \$ erreicht wurden. Auch die Investitionstätigkeit in Sachanlagen ist sehr gering. Nur 0,55 Mio. \$ wurden dafür aufgewendet. Der negative Investitionscashflow von -2,81 Mio. \$ ist vielmehr vor allem im Zusammenhang mit dem Erwerb und Verkauf von Wertpapieren zu sehen.

Bereinigt um diese lag der Free-Cash-Flow bei 4,81 Mio. \$. In den Jahren 2006 und 2007 war der Investitionscashflow ebenfalls stark durch Erwerbe und Verkäufe von Finanzanlagen geprägt. Bereinigt um diese lag der Free-Cash-Flow in 2006 bei -5,11 Mio. \$ und in 2007 bei 3,69 Mio. \$. Der Bruttocashbestand der Valor beläuft sich auf 31,96 Mio. €. Netto beträgt der Cashbestand 29,44 Mio. \$. Bereinigt um betriebsnotwendige Mittel ergibt sich ein Nettocashbestand pro Aktie von 1,29 €. Der aktuelle Aktienkurs notiert bei 1,13 €, so dass die Marktkapitalisierung mehr als vollständig durch Cash abgedeckt ist. Entsprechend beläuft sich das Verhältnis Nettocash zu Marktkapitalisierung auf hohe 114,6 %. Entsprechend hoch ist auch die bereinigte Eigenkapitalquote mit 64,8 %. Der Verschuldungsratio beläuft sich auf 6,65 % und die Liquidität 1. Grades auf 3,04. Zudem notiert Valor mit einem KBV von 0,60 deutlich unter dem Buchwert.

Fazit – Verzögerungen bei Bestellungen belasten; Anleger sollten abwarten

Auch wenn es noch keine Stornierungen von Aufträgen zu beklagen gibt, bemerkt Valor vor allem im Montagebereich Verzögerungen der Bestellungen von Elektronikherstellern. Der erwartete schwächeren Phase wird mit Kosteneinsparungen begegnet. Auch soll das Unternehmen weiterhin über anorganisches Wachstum gestärkt werden.

Die finanzielle Lage der Valor lässt diese Strategie ohne weiteres zu. Mit einer Notierung der Aktie auf dem Niveau des Cashbestandes begrenzt das Risiko weiterer Kursabschläge. Dennoch ist Valor in einer sehr prozyklischen Branche tätig, die von dem drohenden Rückgang der Wirtschaftskraft stark betroffen sein könnte.

Das Unternehmen wird durch die Kosteneinsparungen jedoch entgegenwirken und gestärkt aus einer Krise hervorgehen können. Für langfristig orientierte Anleger ist ein Einstieg zum jetzigen Zeitpunkt schon vorstellbar.

VERBIO Vereinte BioEnergie AG

Nettocash: 0,29**

**je Aktie

aktueller Kurs: 0,85

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0JL9W6

WKN: A0JL9W

Börsenkürzel: VBK

Aktienanzahl³: 63,000

Marketcap³: 53,55

EnterpriseValue³:

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 28,9 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

CBS

Dresdner Bank

Analysten:

Schmidt Sylvia

schmidt@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Energie, Rohstoff, Versorger

Fokus: Biodiesel, Bioethanol

Mitarbeiter: 369 Stand: 30.9.2008

Gründung: 2006

Firmensitz: Leipzig

Vorstand: Claus Sauter, Georg Pollert, Martin Meurer



Die Verbio AG mit Sitz Leipzig ist einer der führenden Hersteller von Biokraftstoffen in Europa und zugleich der einzige Großproduzent von Bioethanol und Biodiesel. Verbio verfügt dabei aktuell über drei Produktionsstätten in Bitterfeld, Schwedt und Zörbig, allesamt in Ostdeutschland. Die Nominalkapazität beträgt derzeit rund 450.000 Tonnen Biodiesel und 300.000 Tonnen Bioethanol per annum. Das Unternehmen setzt bei Biodiesel sowie Bioethanol selbst entwickelte Produktionsprozesse ein. Zu den Kunden der Verbio Gruppe gehören die wichtigsten europäischen Mineralölkonzerne (z. B. BP, Shell, Agip und Total), verschiedene Mineralölhandelsgesellschaften sowie Speditionen. Neben den Treibstoffen produziert das Unternehmen Pharmaglyzerin und verkauft dies an internationale Konzerne. Darüber hinaus produziert und vertreibt VERBIO auch Pharmaglyzerin für die Konsumgüter- und Kosmetikindustrie. Im Jahr 2007 erzielte die Gesellschaft mit rund 385 Mitarbeitern Umsatzerlöse von 415 Mio. €.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	446,20		408,01	
EBITDA	72,10	16,2%	3,10	0,8%
EBIT	55,50	12,4%	-252,20	neg.
Jahresüberschuss	26,60	6,0%	-246,35	neg.

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	68,59		
Nettocash (unbereinigt)	18,20		
Eigenkapital (bereinigt)	169,17	KBV (bereinigt)	0,32
operativer Cashflow (12m)	25,43	Free Cash Flow (12m)	-16,81

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	0,49	Cashburnrate in Jahren	1,08
Verschuldungsratio	29,79%	Cashburnrate in Quartalen	4,33
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			34,0%

Finanztermine

VERBIO Vereinte BioEnergie AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten : Deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerung

Nach den ersten neun Monaten 2008 gelang es VERBIO, den Umsatz um rund 60 % von 307,1 Mio. € in 2007 auf 490,6 Mio. € zu steigern. Insgesamt wurden 0,389 Mio. Tonnen an Biokraftstoffen hergestellt, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahreswert von 0,372 Mio. Tonnen entspricht. Im Bereich Biodiesel wurden dabei Umsatzerlöse in Höhe von 336,6 Mio. € (VJ: 209,3 Mio. €), was einem Anteil an den Gesamtumsätzen von knapp 69 % ausmacht. Die Produktionskapazitäten waren in diesem Geschäftsbereich zu 94 % ausgelastet. In dem zweitgrößten Segment Bioethanol konnte der Umsatz in den ersten neun Monaten 2008 von 79,6 Mio. € auf 134,3 Mio. € gesteigert werden. Rund 34,1 Mio. € Umsatz wurden dabei durch den Verkauf von Handelsgetreide erzielt. Die Produktionsmenge von Bioethanol reduzierte sich dagegen von 0,110 Mio. Tonnen in 2007 auf 0,088 Mio. Tonnen in 2008. Seit Oktober 2008 sind wieder beide Bioethanolanlagen in Schwedt und Zörbig in Betrieb. Im Geschäftsbereich Energie, hier agiert VERBIO als Betreiber von Windkraftanlagen, ging der Umsatz in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres auf 14,2 Mio. € (VJ: 16,2 Mio. €) zurück. Ein Verkauf der Windkraftaktivitäten ist geplant. Das EBIT belief sich in den ersten neun Monaten 2008 auf 15,12 Mio. € (VJ: 1,49 Mio. €). Der Ergebnisbeitrag aus Warentermingeschäften lag hier bei 2,20 Mio. €. Der Jahresüberschuss fiel in 2008 deutlich positiv aus und betrug 9,56 Mio. € (VJ: -0,65 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 0,15 € (VJ: -0,01 €) entspricht.

Bewertung anhand der Kennzahlen der VERBIO zum 30.09.08

Das Eigenkapital von VERBIO belief sich zum Stichtag 30.9.2008 auf 324,83 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von rund 63 % entspricht. Der Goodwill in Höhe von 155,66 Mio. € entfiel dabei vollständig auf den Geschäftsbereich Biodiesel. Die Kundenbeziehungen wurden zum 30.9.2008 mit 18,32 Mio. € als immaterielle Vermögensgegenstände erfasst. Der bereinigte Buchwert lag hier zum 30.9.2008 bei rund 2,70 € und damit deutlich über dem aktuellen Aktienkurs. Das KBV beträgt damit aktuell 0,32. Die liquiden Mittel zuzüglich der Termingeldanlagen lagen Ende September 2008 bei 68,6 Mio. €. Die Bankdarlehen lagen zum 30.9.2008 bei 32,74 Mio. €. Hinzu kommt noch Mezzanine-Kapital, welches sich Ende September 2008 auf 17,65 Mio. € belief. Dies entspricht einer Nettoliquidität von 18,20 Mio. €. Aufgrund des Geschäftsmodells haben wir eine negative bereinigte Nettoliquidität ermittelt und diese somit nicht ausgewiesen.

In den Geschäftsjahren 2006 und 2007 lag der operative Cash Flow bei 3,7 Mio. € bzw. -94,0 Mio. €. Die Investitionsvolumen in 2006 und 2007 beliefen sich auf 28,1 Mio. € sowie 34,6 Mio. €, so dass der Free Cash Flow in diesen Jahren -24,4 Mio. € respektive -128,6 Mio. € betrug. In den ersten neun Monaten 2008 konnte allerdings ein deutlich positiver Free Cash Flow von knapp 46 Mio. € erzielt werden.

Fazit – Innerhalb der Biokraftstoffbranche eine Investmentüberlegung wert

Der im Kraftstoffmarkt befindliche Anteil an Biokraftstoffen ist in einem hohen Maße abhängig von der politischen Gesetzgebung. Nach einer Vorlage des Bundeskabinetts soll die Biokraftstoffquote im kommenden Jahr deutlich abgesenkt werden, was eine deutliche Reduzierung des Marktes für Biokraftstoffe zur Folge hätte. Es ist daher davon auszugehen, dass es infolgedessen zu einer Marktkonsolidierung kommen wird, welcher viele kleinere mittelständische Biokrafthersteller zum Opfer fallen könnten. Dagegen sollten die großen Anbieter wie Cropenergies oder Verbio diese Bereinigung überleben.

Entlastung auf der Einkaufsseite sollte durch rückläufige Preise bei wichtigen Rohstoffen wie Getreide und Düngemitteln kommen. Die VERBIO-Gruppe verfügt über hohe Produktionskapazitäten an den verschiedenen Standorten in Ostdeutschland von insgesamt rund 300.000 Tonnen Bioethanol und 450.000 Tonnen Biodiesel jährlich. Der um immaterielle Vermögensgegenstände und latente Steuern bereinigte Buchwert je Aktie liegt derzeit bei rund 2,70 € und somit deutlich über dem aktuellen Kursniveau. Der ehemalige Gründer von REpower und jetziges Aufsichtsratsmitglied von VERBIO Fritz Vahrenholt hat bei Kursen zwischen 0,80 € und 1,4 € Aktien im Wert von rund 60.000 € gekauft. Bereits bei REpower bewies er damals ein glückliches Händchen in dieser Hinsicht. Werden Investments innerhalb der Biokraftstoffbranche in Erwägung gezogen, so ist VERBIO als ein führender Anbieter eine Überlegung wert.

Nettocash**: 2,07

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 2,55

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0007846867

WKN: 784686

Börsenkürzel: V6C

Aktienanzahl³: 9,020

Marketcap³: 23,00

EnterpriseValue³: -2,05

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 24,8 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

NORD LB

Analysten:

Gode Felix

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Viscom AG

Unternehmensprofil

Branche: Chemie, Industrie, Technologie

Fokus: optische Inspektionssysteme

Mitarbeiter: 412 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1984

Firmensitz: Hannover

Vorstand: Ulrich Mohr, Dr. Martin Heuser, Volker Pape



Die Viscom AG ist ein weltweit agierendes Unternehmen mit der Spezialisierung auf automatische optische Inspektionssysteme. Die Kundengruppen kommen dabei aus verschiedenen Branchen, wie der Automobilelektronik über die Luft- und Raumfahrttechnik bis zur Industrieelektronik und der Halbleiter- sowie Fotovoltaikindustrie. Dabei beliefert Viscom Kunden wie Siemens, Samsung und Toshiba. Die beiden größten Kunden, die zusammen über 50 % der Umsatzerlöse ausmachen sind jedoch Bosch und Continental/VDO. In den vergangenen Quartalen hat das Unternehmen intensiv daran gearbeitet die Produktpalette weiter auszubauen. So wurde beispielsweise jüngst ein weltweit einzigartiges System entwickelt, das zeitgleich optische und 3D-Röntgenprüfungen durchführen kann. Auch ein Inspektionssystem für die Fotovoltaikindustrie soll in Kürze das Produktsortiment verstärken. Dieses soll die Qualitätskontrolle bei Solarzellen und –wafer effizienter und schneller ermöglichen.

GuV in Mio. EUR \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	53,31		51,99	
EBITDA	11,01	20,7%	5,42	10,4%
EBIT	10,22	19,2%	4,48	8,6%
Jahresüberschuss	8,37	15,7%	3,56	6,8%

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.9.2008

Bruttocash	25,01		
Nettocash (unbereinigt)	22,97	Nettocash (bereinigt)	18,64
Eigenkapital (bereinigt)	59,97	KBV (bereinigt)	0,38
operativer Cashflow (12m)	3,33	Free Cash Flow (12m)	-10,15

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	2,76	Cashburnrate in Jahren	1,84
Verschuldungsratio	0%	Cashburnrate in Quartalen	7,35
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			99,9%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			81,0%

Finanztermine

27.03.2009: Veröffentlichung GJ-Bericht	18.06.2009: Hauptversammlung
30.03.2009: Analystenkonferenz, Frankfurt	13.08.2009: Veröffentlichung HJ-Bericht
14.05.2009: Veröffentlichung Q1-Bericht	

Viscom AG

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten 2008: Automobilkrise macht Jahresziele unerreichbar

Angesichts der weltweiten Finanzkrise und deren Auswirkungen auf die Realwirtschaft konnte sich Viscom in den ersten neun Monaten 2008 dem Abschwung nicht entziehen. Vor allem die Automobil- und Automobilzuliefererindustrie machte der Viscom im dritten Quartal schwer zu schaffen, zumal Viscom rund drei Viertel der Umsatzerlöse in dieser Branche generiert. Der Blick auf die 9-Monatszahlen verzerrt den Eindruck der Auswirkungen der Automobilkrise leicht. Immerhin konnten die Umsatzerlöse im bisherigen Jahresverlauf um 22,5 % gesteigert werden. Auch das EBIT zeigt mit einer Verbesserung um 138,3 % auf 1,61 Mio. € eine deutlich positive Tendenz.

Jedoch hatte Viscom vor allem ein besonders starkes zweites Quartal, in dem ein Auftragsüberhang abgearbeitet wurde. Im dritten Quartal zeigte sich dagegen eine entsprechende Flaute. Hier mussten bei den Umsatzerlösen Rückgänge von 11,9 % hingenommen werden. Auch das Ergebnis brach im dritten Quartal stark ein, so dass ein EBIT nur in Höhe von 0,06 Mio. € ausgewiesen werden konnte. Zudem sind in diesem Ergebnis Einmaleffekte in Höhe von 1,29 Mio. € aus Rückstellungsaufhebungen enthalten. Operativ war demnach ein Verlust zu verzeichnen. Die Situation wird auch beim Auftragseingang deutlich. Dieser belief sich in den ersten neun Monaten auf 35,58 Mio. € und lag damit um 13,4 % unter dem Vorjahresniveau. Der Auftragsbestand sackte um 46,0 % auf 8,67 Mio. € ein. Damit ist deutlich, dass auch das vierte Quartal schwach ausfallen wird. Die Prognosen nahm das Unternehmen zuletzt deutlich zurück.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Viscom AG zum 30.09.08

Nach dem schwierigen Geschäftsjahr 2007 und dem schwachen Jahr 2008 ist der Kurs der Viscom AG in den letzten beiden Jahren stark zurückgekommen. Inzwischen wird das Unternehmen nur noch mit einer Marktkapitalisierung von 23,00 Mio. € bewertet. Angesichts der enttäuschenden operativen Entwicklung mag das gerechtfertigt sein, jedoch verfügt Viscom über liquide Mittel und Wertpapiere in einer Gesamthöhe von 25,01 Mio. €. Auch netto, also saldiert mit den finanziellen Verbindlichkeiten, beträgt der Cashbestand noch immer 22,97 Mio. €. Der Cash-Flow der letzten 12 Monate war mit 3,33 Mio. € positiv, nachdem in 2007 noch ein negativer Free-Cash-Flow von -7,76 Mio. € zu verzeichnen war. Die Investitionstätigkeit ist geprägt von Erwerben von kurzfristigen, finanziellen Vermögenswerten im Zuge der Anlage der liquiden Mittel. Bereinigt um diese war die Investitionstätigkeit sehr moderat, da bereits in den Vorjahren der Großteil der Investitionen getätigt wurde. Dennoch war der Free-Cash-Flow in beiden Fällen, bereinigt und unbereinigt, negativ. Auch in den vollen Geschäftsjahren 2006 und 2007 zeigte sich das gleiche Bild eines jeweils negativen Free-Cash-Flows. Mit 86,2 % ist die bereinigte Eigenkapitalquote der Viscom sehr ordentlich und auch die Liquidität 1. Grades von 2,76 zeigt deutlich die solide finanzielle Ausstattung der Viscom auf. Dennoch notiert der Kurs auf Grund der operativen Entwicklung nur bei knapp der Hälfte des Eigenkapitals. Während der Kurs aktuell bei 2,55 € notiert, liegt das Eigenkapital pro Aktie bei 6,65 €. Zudem ist der Kurs mit dem Cashbestand gut unterfüttert. Dieser beträgt bereinigt 2,07 € pro Aktie, womit 81,2 % des Kurses durch Cash gedeckt sind.

Fazit – Mittelfristig wird das Unternehmen gestärkt aus der Krise hervorgehen

Die Tatsache, dass drei Viertel der Umsätze mit der Automobil- und Automobilzuliefererindustrie getätigt werden macht Viscom aktuell schwer zu schaffen. Die Prognosen für das Gesamtjahr wurden verfehlt und nach unten korrigiert. Um die Abhängigkeit von wenigen Branchen und Kunden zu verringern, wurde im vergangenen und diesem Jahr verstärkt an neuen Produkten gearbeitet. So ist zum Beispiel der Einstieg in den Fotovoltaik-Bereich geplant und steht kurz bevor.

Diese neuen Tendenzen haben sich jedoch noch nicht voll entfaltet und können die Schwäche in der Automobilbranche auch kaum glätten. Wie schnell Viscom auch in anderen Branchen verstärkt Fuß fassen kann, bleibt abzuwarten. Für Anleger ist die Viscom aktuell kaum interessant, da das vierte Quartal erwartungsgemäß schwächer wird und eine länger anhaltende Krise Viscom wohl auch noch stark beeinträchtigen könnte. Wir sehen es als nicht ausgeschlossen, dass auch der Start in das nächste Jahr sehr gedämpft verlaufen kann, zumal der Auftragseingang stark rückläufig war.

Jedoch ist das Risiko auf Grund der hohen Cashbestände mäßig und Viscom kann eine solche Krise daher gut überstehen. Mittelfristig dürfte das Unternehmen sogar gestärkt hervorgehen, da die Abhängigkeit von einzelnen Branchen und Kunden weiter diversifiziert wird.





III. Kennzahlen Erläuterung

Nettocash

Die Nettoliquidität bzw. den Nettocash sehen wir als eine strengere und damit noch wesentlich konservativere Wertkomponente als den Buchwert an, welcher bekanntlich das Eigenkapital je Aktie darstellt. Wir haben diese Kenngröße definiert als: Liquide Mittel plus eventuell vorhandene Wertpapiere des Umlaufvermögens und sonstige liquiditätsnahe Mittel wie etwa Edelmetalle, abzüglich zinsbarer Verbindlichkeiten, erhaltener Anzahlungen und Gewährleistungsansprüche. Als zinsbare Verbindlichkeiten haben wir Positionen wie Bankverbindlichkeiten, Pensionsrückstellungen, Leasingverbindlichkeiten, langfristige Steuerverbindlichkeiten und im Zweifelsfall auch 50% der sonstigen Verbindlichkeiten definiert.

Bereinigter Nettocash

Zudem haben wir die so erhaltene Größe im Regelfall um die aus dem operativen Geschäft benötigte Liquiditätsreserve bereinigt. Hierfür wurde ein systematischer Ansatz gewählt, welcher ein Zwölftel der in den vergangenen 12 Monaten angefallenen zahlungswirksamen operativen Aufwendungen als notwendige Liquiditätsreserve deklariert. Auch wurde die Nettoliquidität um den Anteil bereinigt, der eventuell vorhandenen Minderheitenanteilen zuzuweisen ist. Der um die betriebsnotwendige Liquidität bereinigte Nettocash wurde hierbei prozentual gemäß dem Bilanzansatz aus der Grundgesamtheit von Eigenkapital und Minderheitenanteilen den einzelnen Positionen zugewiesen.

Bereinigtes Eigenkapital

Als weitere Wertkomponente neben der Liquidität sehen wir wie Eingangs erwähnt auch das dem Aktionär zustehende Eigenkapital des Unternehmens. Insofern haben wir das bilanzielle Eigenkapital zuvor um eventuell vorhandene Minderheitenanteile bereinigt und um den vorhandenen Goodwill risikoadjustiert. Das sich so ergebende bereinigte Eigenkapital dient uns zudem auch als Grundlage zur Ermittlung des Kursbuchwert-Verhältnisses.

Als Bonitätskennziffern, die als Risikoprofilindikatoren in unsere Analyse mit eingeflossen sind, wurden die Verschuldungsratio, die Liquidität 1. Grades und im Besonderen die Cash-Burnrate errechnet.

Verschuldungsratio

Die Verschuldungsratio ist dabei definiert als Verhältnis von zinsbarem Fremdkapital zu um Goodwill bereinigtes Eigenkapital und gibt Aufschluss darüber, auf wieviel Prozent des Eigenkapitals das zinsbare, kostenpflichtige Fremdkapital angewachsen ist. Gegenüber dem herkömmlichen Verschuldungsgrad verändert diese Betrachtungsweise die so ermittelte Größe um zwei wichtige Aspekte. Zum einen werden Unternehmen mit einem ausgefeilten Working Capital Management nicht gleich mit Unternehmen mit hohen zinsbaren Bankverbindlichkeiten gestellt. Zum anderen wird die Betrachtungsweise um den im Eigenkapital enthaltenen Goodwill risikoadjustiert. Die Verschuldungsratio lässt somit einen äußerst konservativen Blick auf die aktuelle kostenpflichtige Kapitalstruktur der Gesellschaft zu.

Liquidität 1. Grades

Die Liquidität 1. Grades ist definiert als monetäres Umlaufvermögen im Verhältnis zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten. Dabei wird analysiert, wie leicht ein Unternehmen in der Lage ist, seine kurzfristigen Verbindlichkeiten durch die Veräußerung kurzfristiger Aktiva zu begleichen. Werte über 100%, also über 1, entsprechen zudem in jedem Fall der „Goldenen Finanzierungsregel“, also der Forderung nach Fristenkongruenz. Hinzuweisen ist dabei stets darauf, dass es sich bei diesen statischen Kennzahlen immer um Momentaufnahmen zum Analysezeitpunkt handelt.

Cashburnrate

Diese wurde von uns als Cash-Burnrate in Jahren und Quartalen errechnet. Dabei wurde der Free-Cashflow der vergangenen 12 Monate herangezogen. Die Cash-Burnrate gibt so definiert darüber Auskunft, in wieviel Jahren bzw. Quartalen, unter der Annahme konstanter Free Cash Flows, die zum Bilanzstichtag bestehende bereinigte Nettoliquidität aufgezehrt ist. Eine Cash-Burnrate in Jahren von 1 bedeutet somit, dass, sollte sich der FCF der vergangenen 12 Monate auch in den kommenden 12 Monaten ergeben, es zu einem kompletten Abschmelzen der Nettoliquidität kommen wird. Eine negative Cashburnrate bedeutet, dass kein Cash aufgezehrt wird.

IV. Disclaimer und Risikohinweis

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder die GBC AG noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

Die GBC AG übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq -10\%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestehen die jeweils in den Einzelanalysen angegebenen möglichen Interessenskonflikte.

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse (n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind die jeweils in den Einzelanalysen angegebenen Analysten.

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de