



GBC Best of Software/IT/Medien

Stand: 07.12.2010

Erstveröffentlichung: 08.12.2010

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite III. ff



Datum	02. Mai 2011	11./12. Mai 2011	06. September 2011	05. Oktober 2011	November 2011	07./08. Dezember 2011
Konferenz	GBC Investor's Dinner	11. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz	6. IFF Investment Forum Frankfurt	2. AKK Augsburger Kapitalmarkt Konferenz	GBC Investor's Dinner	12. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz
Präsentierende Unternehmen	3	32	18	3	3	48
Ort	Ivory Club Frankfurt	SOFITEL Munich Bayerpost	Hilton Frankfurt Hotel	Augsburger Aktienbank	Ivory Club Frankfurt	SOFITEL Munich Bayerpost



Inhaltsverzeichnis

Vorwort/bisherige Entwicklung.....	I
Kennzahlenüberblick.....	II
Unternehmen:	
7days music entertainment AG.....	1
adesso AG.....	3
CENIT AG.....	5
EquityStory AG.....	7
F24 AG.....	9
m4e AG.....	11
Mensch und Maschine Software SE.....	13
OpenLimit Holding AG.....	15
PSI AG.....	17
SEVEN PRINCIPLES AG.....	19
SHS VIVEON AG.....	21
Softline AG.....	23
Syzygy AG.....	25
USU Software AG.....	27
Anhang	
Disclaimer und Risikohinweis.....	III
Offenlegung	IV



Vorwort

Liebe Investoren, Pressevertreter und Analysten,

alle Jahre wieder. So umschreibt man es wohl am Besten, wenn man sich auf die Erscheinungsweise, der durch unser Haus herausgegebenen Best of Software/IT/Medienstudie beziehen möchte.

Höher, weiter, schneller. Wenn es sich um die historische Performance dreht. Denn mit einem durchschnittlichen Wertzuwachs über alle Empfehlung hinweg, seit der Veröffentlichung im September 2009, in Höhe von 43,9 %, konnte das Ergebnis unserer selektiven Vorgehensweise alle relevanten Benchmarks erfolgreich schlagen.



Mit der aktuellen Neuauflage der Best of Software/IT/Medien Studie möchten wir an diesen Erfolg anknüpfen und erneut die hohe Attraktivität dieses mittelständisch geprägten Segmentes hervorheben.

Denn zum einen zeigt sich das allgemeine wirtschaftliche Umfeld in Deutschland weiter intakt. Nicht nur die Bundesbank bestätigt dies Anfang Dezember mit ihrer BIP Prognose, die im aktuellen Wirtschaftsjahr eine Steigerung um 3,6 % und 2011 einen Anstieg um 2 % erwarten lässt. Sollte es tatsächlich so kommen, dann befinden wir uns schon gegen Ende des kommenden Jahres wieder auf Vorkrisenniveau.

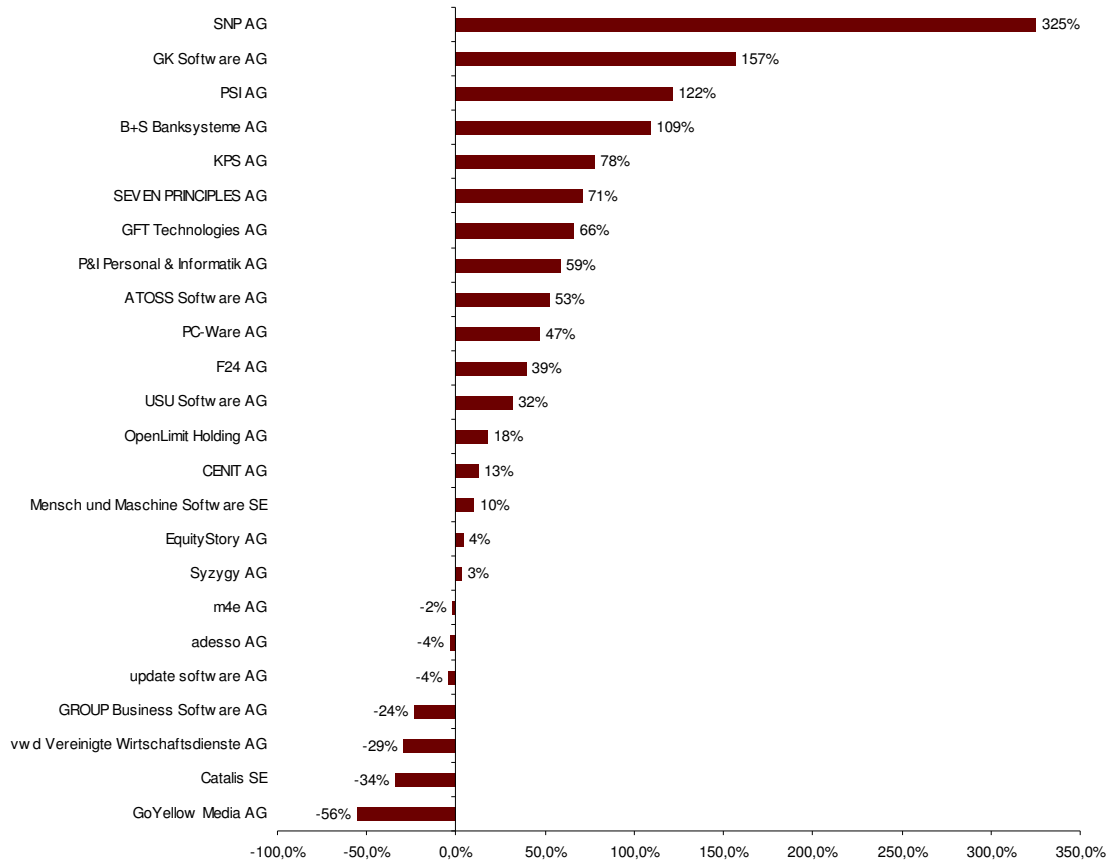
Zum anderen zeigt sich mit dieser Erwartung im Rücken, dass zunehmend wieder Investitionsbudgets in den IT Abteilungen der Unternehmen bereit stehen. So berichtet etwa das Marktforschungsunternehmens IDC im September 2010, dass von einer weiteren Belebung des deutschen IT-Marktes in den kommenden Monaten auszugehen sei, zumal bei den Unternehmen eine steigende Investitionsbereitschaft in IT erwartet werde. Die BITKOM stellt die positive Entwicklung zudem auch anhand der Personalpolitik befragter IT Unternehmen fest. So planen gemäß BITKOM 55 % den Personalbestand noch in diesem Jahr aufzustocken. Zudem soll sich im kommenden Jahr 2011 der Markt für Software und IT-Services überproportional entwickeln.

Eine Fülle von Faktoren, die uns für das kommende Jahr äußerst positiv stimmt und uns dazu veranlassten, mit der aktuellen Best of Software/IT/Medien den oben genannten positiven Rahmenbedingungen vielversprechende Investmentchancen gegenüber zu stellen. Bei den in der Studie selektierten Werten handelt es sich dabei erneut um unsere „GBC Best of Auswahl“, bei der wir uns ein besonders interessantes Chance/Risiko-Verhältnis für ein Investment erwarten. Insgesamt haben wir 14 vielversprechende Unternehmen identifiziert und Ihnen im Folgenden aufbereitet.

Christoph Schnabel
Vorstand GBC AG

Bisherige Entwicklung seit GBC Best of Software/IT/Medien I.2009

Wertentwicklung seit GBC Best of Software/IT/Medien I.2009 (15.09.2010 - 01.12.2010)



Die im Rahmen der Studie GBC Best of Software/IT/Medien I.2009 ausgewählten Gesellschaften, wurden von uns zum damaligen Zeitpunkt als besonders chancenreich gewertet. Mit einer durchschnittlichen Kursperformance in Höhe von +43,9 % hat diese Auswahl eine gegenüber den großen Aktienindizes überdurchschnittlich gute Kursentwicklung aufgezeigt. Im Vergleich dazu lag im gleichen Zeitraum die Entwicklung des DAX (+22,0 %), des MDAX (+32,1 %), des SDAX (+38,9 %) sowie des TecDAX (+3,8 %) unterhalb der von uns getroffenen Auswahl.

Kennzahlenüberblick

Renditepotenzial		
Unternehmen	ISIN	Renditepotenzial 12-18 Monate
7days music entertainment AG	DE0005087506	> 30 %
adesso AG	DE000A0Z23Q5	> 30 %
CENIT AG	DE0005407100	> 30 %
EquityStory AG	DE0005494165	> 30 %
F24 AG	DE000A0F5WM7	> 10 %
m4e AG	DE000A0MSEQ3	> 10 %
Mensch und Maschine Software SE	DE0006580806	> 30 %
OpenLimit Holding AG	CH0022237009	> 30 %
PSI AG	DE000A0Z1JH9	> 10 %
SEVEN PRINCIPLES AG	DE0005941546	> 30 %
SHS VIVEON AG	DE000A0XFWK2	> 20 %
Softline AG	DE000A1CSBR6	> 20 %
Szygy AG	DE0005104806	> 30 %
USU Software AG	DE000A0BVU28	> 20 %

EV/Umsatz			
Unternehmen	2009	2010e	2011e
7days music entertainment AG	0,24	1,21	0,61
adesso AG	0,27	0,23	0,22
CENIT AG	0,30	0,29	0,28
EquityStory AG	2,40	2,22	2,07
F24 AG	4,15	3,29	2,59
m4e AG	1,48	1,55	1,05
Mensch und Maschine Software SE	0,47	0,40	0,37
OpenLimit Holding AG	6,05	4,65	3,32
PSI AG	1,96	1,79	1,66
SEVEN PRINCIPLES AG	0,27	0,23	0,22
SHS VIVEON AG	0,39	0,46	0,41
Softline AG	58,62	2,64	0,59
Szygy AG	0,77	0,79	0,69
USU Software AG	0,96	0,87	0,74

EV/EBITDA			
Unternehmen	2009	2010e	2011e
7days music entertainment AG	7,92	neg.	4,44
adesso AG	3,31	3,47	2,77
CENIT AG	4,85	4,58	4,02
EquityStory AG	8,93	7,87	7,17
F24 AG	30,35	13,69	7,14
m4e AG	61,69	31,09	7,02
MediNavi AG	55,96	13,30	7,59
Mensch und Maschine Software SE	53,28	17,40	9,39
OpenLimit Holding AG	25,16	20,57	16,72
PSI AG	6,75	4,55	3,99
SEVEN PRINCIPLES AG	11,08	5,63	4,88
SHS VIVEON AG	neg.	neg.	8,59
Softline AG	5,23	4,91	4,23
Szygy AG	12,90	8,76	6,20
USU Software AG	12,90	8,76	6,20

EV/EBIT			
Unternehmen	2009	2010e	2011e
7days music entertainment AG	neg.	neg.	11,39
adesso AG	6,37	7,63	3,89
CENIT AG	6,60	6,50	5,72
EquityStory AG	9,56	8,42	7,67
F24 AG	neg.	16,43	7,70
m4e AG	neg.	neg.	10,89
Mensch und Maschine Software SE	neg.	30,24	11,25
OpenLimit Holding AG	neg.	2481,74	23,41
PSI AG	36,86	28,80	19,55
SEVEN PRINCIPLES AG	11,04	5,58	4,73
SHS VIVEON AG	23,70	7,41	6,09
Softline AG	neg.	neg.	9,42
Szygy AG	6,27	5,84	4,91
USU Software AG	72,52	15,85	9,78

KGV			
Unternehmen	2009	2010e	2011e
7days music entertainment AG	neg.	neg.	16,67
adesso AG	8,38	16,82	8,92
CENIT AG	14,30	14,20	12,42
EquityStory AG	13,95	12,60	11,30
F24 AG	neg.	25,43	11,17
m4e AG	neg.	neg.	24,61
Mensch und Maschine Software SE	neg.	58,99	13,54
OpenLimit Holding AG	neg.	neg.	31,48
PSI AG	41,98	38,37	25,13
SEVEN PRINCIPLES AG	27,85	9,77	8,20
SHS VIVEON AG	neg.	11,56	8,35
Softline AG	neg.	neg.	10,94
Szygy AG	12,98	12,18	10,35
USU Software AG	29,54	23,28	16,86

KBV	
Unternehmen	2009
7days music entertainment AG	0,69
adesso AG	1,02
CENIT AG	1,44
EquityStory AG	2,10
F24 AG	12,32
m4e AG	1,36
Mensch und Maschine Software SE	2,45
OpenLimit Holding AG	3,22
PSI AG	4,18
SEVEN PRINCIPLES AG	1,43
SHS VIVEON AG	3,28
Softline AG	4,73
Szygy AG	1,21
USU Software AG	1,00

7days music entertainment AG ^{*5}

Kurspotenzial: >30 %

aktueller Kurs: 1,02
3.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1EWXW8

WKN: A1EWXW

Börsenkürzel: 7DM1

Aktienanzahl³: 4,540

Marketcap³: 4,63
EnterpriseValue³: 3,73
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 62,9 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
Donner & Reuschel AG
CBS

Analysten:

Philipp Leibold
leibold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Medien

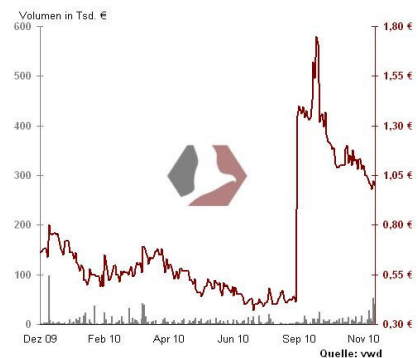
Fokus: Musikproduktionen und
Künstlermanagement

Mitarbeiter: 9 Stand: 30.6.2010

Gründung: 1999

Firmensitz: Unterföhring

Vorstand: Klaus Munzert



Die 7days music entertainment AG (im Folgenden „7days“) ist im Musikgeschäft tätig und befasst sich mit der Auswertung von Leistungsschutz- und Urheberrechten aus eigenen Musikproduktionen sowie aus dem Erwerb von Rechten an bereits bestehenden Produktionen. Organisatorisch ist das operative Geschäft in die Segmente „Label“, „Künstlermanagement“ sowie „Verlagsgeschäft“ aufgliedert. Künftig soll 7days als reine Holding fungieren, da wesentliche Rechte auf die operative Tochtergesellschaft Seven Days Music GmbH übertragen wurden. Der Bereich Künstlermanagement wird über die in Berlin ansässige Tochtergesellschaft 313 Music GmbH abgedeckt. Im Vertrieb physischer und digitaler Tonträger arbeitet die Muttergesellschaft mit Sony Music Entertainment Germany GmbH für die deutschsprachigen Territorien zusammen, der Online-Vertrieb in allen weiteren Gebieten erfolgt über die Zebralution GmbH.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	15,49	3,00	6,00	7,00
EBITDA	0,46	-0,30	0,82	0,99
EBIT	-0,28	-0,85	0,32	0,49
Jahresüberschuss	-0,47	-0,90	0,27	0,44

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-1,27	-0,20	0,06	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,24	1,21	0,61	0,52
EV/EBITDA	7,92	neg.	4,44	3,68
EV/EBIT	neg.	neg.	11,39	7,44
KGV	neg.	neg.	16,67	10,00
KBV		0,69		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
8.10.2010: RS / 1,75 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

7days music entertainment AG

Kapitalerhöhung erfolgreich abgeschlossen; Brutto-Emissionserlös knapp 2,4 Mio. €

Im November 2010 hat die 7days Music entertainment AG erfolgreich ihre Kapitalerhöhung abgeschlossen. Im Rahmen der Kapitalmaßnahme floss der Gesellschaft Brutto-Emissionserlös in Höhe von 2,38 Mio. € zu. Insgesamt wurden 2,27 Mio. neue Aktien zu einem Bezugspreis von 1,05 € ausgegeben. Nach der Kapitalmaßnahme hat sich die insgesamt ausstehende Aktienzahl auf nunmehr 4,54 Mio. erhöht. Durch die zugeflossenen Mittel ist die finanzielle Situation von 7days nun als komfortabel zu beschreiben. Die gestärkte Eigenkapitalbasis versetzt die Gesellschaft jetzt in die Lage, das operative Geschäft voranzutreiben. Die Eigenkapitalquote sollte nach der Kapitalerhöhung sowie der Entkonsolidierung der Manfred Hertlein Veranstaltungs GmbH geschätzt bei rund 65 % liegen. Den Buchwert je Aktie schätzen wir nach der Kapitalmaßnahme auf rund 1,50 €. Die Nettoliquidität sollte erwartungsgemäß mehr als 1 Mio. € betragen. Die Einnahmen der Kapitalerhöhung werden nach Unternehmensangabe gezielt in den Ausbau des Künstlerportfolios investiert. Diesbezüglich führt das Unternehmen Gespräche mit mehreren neuen Künstlern. Verschiedene Vertragsabschlüsse stehen hier nach Unternehmensangaben kurz bevor und ein wichtiger Künstler ist mit Laith Al-Deen bereits verpflichtet worden.

Der Vorstand von 7days Klaus Munzert sowie der Aufsichtsratsvorsitzende Jürgen Uhlemann haben sich im Rahmen der Kapitalerhöhung beteiligt. Dabei wurden durch die beiden Organe insgesamt 180.810 neue Aktien zu einem Bezugspreis von 1,05 € gezeichnet. Dies werten wir als guten Vertrauensbeweis. Zudem haben die Altaktionäre die Kapitalmaßnahme mitgetragen.

Am 30. November 2010 gab die 7days nun zudem bekannt, dass mit dem Musiker Laith Al-Deen ein erster bekannter Künstler unter Vertrag genommen wurde. Der 38-Jährige Laith Al-Deen zählt zu den bekanntesten Künstlern in der deutschsprachigen Popmusik und konnte in der Vergangenheit bereits beachtliche Erfolge verzeichnen. Der Künstler erhielt insgesamt 3 Goldene Schallplatten jeweils für seine Alben „Melomanie“ (2003), „Für alle“ (2004) sowie „Die Liebe zum Detail“ (2008). Die Verpflichtung von Laith Al-Deen ist der erste Schritt um das Künstlerportfolio mit Hilfe der zugeflossenen Mittel aus der Kapitalerhöhung auszubauen. Bereits im Frühjahr 2011 soll das neue Album von Laith Al-Deen veröffentlicht werden. Die Verpflichtung des Künstlers Laith Al-Deen wird bereits im kommenden Geschäftsjahr 2011 einen merklichen Umsatzbeitrag zum Konzernergebnis leisten.

Ausblick und Bewertung - Zahlen im Rahmen der Erwartungen; 2010 ist noch ein Übergangsjahr

In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010 erzielte die 7days Music entertainment AG Umsatzerlöse in Höhe von 2,0 Mio. € gegenüber, 2,4 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Die Umsatzerlöse von 7days lagen dabei mit rund 1,5 Mio. € in etwa auf Vorjahreshöhe. Verantwortlich für den Umsatzrückgang nach den ersten neun Monaten 2010 war die Tochtergesellschaft 313 Music GmbH, die im Berichtszeitraum Umsätze in Höhe von 0,5 Mio. € (VJ: 0,9 Mio. €) erreichte.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich nach den ersten neun Monaten 2010 auf -0,35 Mio. € (VJ: 0,31 Mio. €). Im Vorjahr wurden hier noch außerordentliche Erträge von 0,51 Mio. € vereinnahmt, die das EBITDA positiv beeinflussten. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010 bei -1,00 Mio. € gegenüber -0,17 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Damit fielen die Zahlen erwartungsgemäß aus und 2010 wird ein Übergangsjahr mit Blick auf das geplante Wachstum 2011.

Fazit - Deutliches Wachstum in 2011 erwartet, Micro-Cap bietet attraktives Kurspotential

Nach der Vorlage der Zahlen für die ersten neun Monate 2010 im Rahmen der Zwischenmitteilung bestätigen wir unsere Schätzungen für die Geschäftsjahre 2010 und 2011. Für das laufende Geschäftsjahr 2010 erwarten wir auf Konzernebene weiterhin Umsatzerlöse in Höhe von 3,00 Mio. €. Beim EBITDA rechnen wir für das Gesamtjahr 2010 mit einem Wert von -0,01 Mio. €. Auch die Prognosen für das kommende Geschäftsjahr 2011 haben wir unverändert belassen. Dabei sollte der neu verpflichtete Künstler Laith Al-Deen einen wesentlichen Umsatzbeitrag beisteuern. Wir gehen davon aus, dass weitere neue Künstler das Portfolio von 7days in den kommenden Wochen verstärken werden und so die im Rahmend der Kapitalerhöhung kommunizierten Ziele der Gesellschaft umgesetzt werden.

Mittels unseres DCF-Modells haben wir unverändert ein Kursziel für die Aktie der 7days music entertainment AG in Höhe von 1,75 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau resultiert hieraus ein deutliches Kurspotential rund 75 %. Daher vergeben wir für die Aktie von 7days das Rating kaufen.

Kurspotenzial: >30 %

aktueller Kurs: 5,15
1.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0Z23Q5

WKN: A0Z23Q

Börsenkürzel: ADN1

Aktienanzahl³: 5,714

Marketcap³: 29,43
EnterpriseValue³: 19,08
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 38,1 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
BIW Bank AG / BankM

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

adesso AG

Unternehmensprofil

Branche: IT

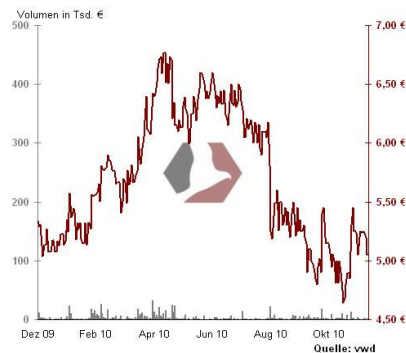
Fokus: IT-Dienstleistungen,
Softwareentwicklung

Mitarbeiter: 709 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1997

Firmensitz: Dortmund

Vorstand: R. Rudolf, H. Danowsky, C. Junge, M.
Kenfenheuer, Dr. R. Striemer



Die adesso Group mit Sitz in Dortmund ist mit über 700 Mitarbeitern und einem Jahresumsatz 2009 von 71,3 Mio. Euro eins der größten deutschen IT-Dienstleistungsunternehmen. An eigenen Standorten in Deutschland, Österreich, der Schweiz und England sowie bei zahlreichen Kunden vor Ort sorgt adesso für die Optimierung der Kerngeschäftsprozesse durch Beratung und Softwareentwicklung sowie die Reduktion von Betriebskosten. Durch den Einsatz von Informationstechnologie werden diese für den Erfolg wichtigen Prozesse flexibler und produktiver. Für stärker standardisierte Aufgabenstellungen stellt adesso Softwareprodukte per Lizenzvertrieb bereit. Durch eine erprobte Wachstums-Strategie sowie den Ausbau des Geschäfts in den Kernbranchen wird adesso zügig zu einem führenden IT-Beratungshaus in Zentraleuropa ausgebaut.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	66,77	71,34	82,50	85,80
EBITDA	8,08	5,76	5,50	6,90
EBIT	4,50	3,00	2,50	4,90
Jahresüberschuss	4,22	3,51	1,75	3,30

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,74	0,61	0,31	0,58
Dividende je Aktie	0,00	0,15	0,10	0,20

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,21	0,27	0,23	0,22
EV/EBITDA	1,75	3,31	3,47	2,77
EV/EBIT	3,13	6,37	7,63	3,89
KGV	6,97	8,38	16,82	8,92
KBV		1,02		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
08.12.2010: 10. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
21.9.2009: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

adesso AG**Geschäftsentwicklung 9M 2010 - Drittes Quartal 2010 mit Erholungstendenzen**

Die adesso AG mit Sitz in Dortmund profitierte im abgelaufenen dritten Quartal 2010 von der wieder ansteigenden Nachfrage nach IT-Dienstleistungen und Softwarelösungen und verzeichnete auf Quartalsebene den höchsten Umsatz in der Unternehmenshistorie. Die Umsatzerlöse beliefen sich im dritten Quartal 2010 auf 23,0 Mio. € und lagen damit deutlich über dem Niveau des Vorjahresquartals sowie des Vorquartals. So konnte der Umsatz im dritten Quartal 2010 im Vergleich zum Vorquartal um über 14 % gesteigert werden, was vor allem auf eine bessere Auslastungsquote der Beratungsmannschaft zurückzuführen ist. Des Weiteren wirkte sich die Konsolidierung der im April 2010 übernommenen evu.it GmbH positiv auf der Umsatzseite aus. Die evu.it erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 Umsätze von rund 8 Mio. €. Gleichzeitig konnte das operative Ergebnis der evu.it gegenüber dem Vorjahr gesteigert werden. Nach den ersten neun Monaten 2010 lag der Umsatz auf Konzernebene mit 60,9 Mio. € rund 20 % über dem Vorjahresniveau.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) erhöhte sich nach den ersten drei Quartalen des laufenden Geschäftsjahres 2010 gegenüber dem Vorjahreszeitraum leicht um 0,2 Mio. € auf 4,0 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 6,6 % (VJ: 7,5 %) entspricht. Der Margenrückgang ist vor allem auf das weitere Mitarbeiterwachstum und einem damit einhergehenden leicht überproportionalen Anstieg der Personalaufwandsquote. Im dritten Quartal 2010 allerdings zeigten sowohl das EBITDA (Q3 2010: 2,0 Mio. €) als auch die EBITDA-Marge (Q3 2010: 9,4 %) wieder deutliche Besserungstendenzen. Der Periodenüberschuss lag in den ersten neun Monaten 2010 bedingt durch höhere PPA-Abschreibungen sowie des leicht niedrigeren Finanzergebnisses infolge des Akquisitionsdarlehens für die evu.it mit 1,6 Mio. € unter dem Vorjahreswert von 2,1 Mio. €. Der Gewinn je Aktie betrug 0,27 € nach 0,38 € in der Vorjahresperiode.

Ausblick und Bewertung - Gesunde finanzielle Ausstattung; Verbesserung der EBITDA-Marge in 2011 erwartet

Die bilanzielle Situation der adesso Gruppe ist weiterhin als sehr komfortabel zu bezeichnen und eröffnet der Gesellschaft auch in Zukunft die notwendigen finanziellen Freiräume, die Dividendenpolitik fortzusetzen sowie auch bei Gelegenheit anorganisches Wachstum zu realisieren. Bei einem Eigenkapital von knapp 22 Mio. € belief sich die Eigenkapitalquote gegen Ende September 2010 auf rund 50 %. Die Nettoliquidität belief sich zum Ende des dritten Quartals 2010 auf 5,6 Mio. € (31.12.2010: 10,6 Mio. €). Der operative Cash Flow sollte gemäß unserer Einschätzung nach den ersten neun Monaten 2010 noch negativ ausgefallen sein. Wir sind allerdings zuversichtlich, dass dieser auf Gesamtjahresbasis ins Positive dreht. Folglich erwarten wir, dass sich die Nettoliquidität zum Jahresende 2010 wieder erhöht.

Der Vorstand hat für das laufende Geschäftsjahr 2010 ein Umsatzvolumen von mehr als 80 Mio. € sowie ein EBITDA in Höhe von mindestens 5 Mio. € in Aussicht gestellt. Die aktuelle Auftragslage sollte eine gute Auslastungsquote im vierten Quartal 2010 gewährleisten. Auch die Vertriebspipeline im Produktgeschäft ist dem Vernehmen nach gut gefüllt. Nach unserer Einschätzung stehen die Chancen gut, dass sich die derzeitige Prognose von adesso als zu konservativ herausstellt. Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2010 mit einem Umsatzvolumen von 82,50 Mio. € sowie einem EBITDA von 5,50 Mio. €. Die EBITDA-Marge von 6,7 % reicht damit allerdings nicht an die Werte der beiden Vorjahre (2008: 12,1 % bzw. 2009: 8,1 %) heran.

Im kommenden Geschäftsjahr erwarten wir ein moderates Umsatzwachstum auf 85,80 Mio. € bei einer verbesserten Margensituation. Die EBITDA-Marge für 2011 sehen wir bei 8,0 %, was einem EBITDA in Höhe von 6,90 Mio. € entspricht. Positiv sollten sich des Weiteren die niedrigeren Abschreibungen auf Kundenbeziehungen und Auftragsbestände auswirken. Gegenüber den erwarteten 3,0 Mio. € in 2010 sollten die Abschreibungen in 2011 deutlich auf 2,0 Mio. € zurückgehen. Unter Berücksichtigung eines leicht negativen Finanzergebnisses und einer Steuerquote von 30,0 % sollte der Gewinn je Aktie bei 0,58 € liegen.

Fazit - Günstige Bewertung eröffnet Kurspotential

Die schwächere Auslastungsquote der Beratungsmannschaft in der ersten Jahreshälfte 2010 wird voraussichtlich dazu führen, dass das operative Ergebnis in 2010 leicht unter dem Vorjahresniveau liegt. Auf der Umsatzseite wird sich dagegen der Wachstumskurs der adesso AG weiter fortsetzen und mit erwarteten 82,50 Mio. € einen neuen Rekordwert erzielen.

In 2011 sollte bei einem moderaten Umsatzwachstum der Fokus wieder verstärkt auf eine Verbesserung der Margensituation gerichtet sein. Der EV/EBITDA von rund 3 für 2011 deutet dabei auf eine Unterbewertung der Aktie hin. Zudem sollten die niedrigeren PPA-Abschreibungen einen nicht zu vernachlässigenden Effekt auf den Jahresüberschuss haben. Die vorhandenen Verlustvorräte bestätigen des Weiteren unsere positive Gesamteinschätzung für die Aktie von adesso. Sollten sich unsere Erwartungen hinsichtlich einer erfreulichen operativen Entwicklung in den kommenden Quartalen erfüllen, dürfte sich dies auch entsprechend positiv im Aktienkurs niederschlagen. Das Kurspotential sehen wir bei mehr als 30 %.

CENIT AG *5

Kurspotenzial: >30 %

aktueller Kurs: 4,66
3.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100

WKN: 540710

Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368

Marketcap³: 38,99

EnterpriseValue³: 25,65

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 75,7 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Software

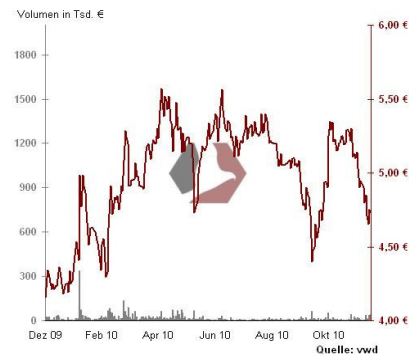
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 696 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Christian Pusch



Die CENIT AG ist seit 1988 am Markt aktiv und als Beratungs- und Softwarespezialist tätig. Dabei hat sich das Unternehmen auf die Optimierung von Geschäftsprozessen in den Bereichen Product Lifecycle Management (PLM), Enterprise Information Management (EIM) und Application Management Services (AMS) spezialisiert. Besonders im Bereich PLM konnte sich das Unternehmen in den vergangenen Jahren durch die Kooperationen mit Dassault Systèmes und SAP gut entwickeln und zu einem der führenden Beratungs- und Softwareunternehmen in diesem Bereich aufsteigen. Das Angebot reicht dabei von der Auswahl der geeigneten PLM-Software, über die Prozesskettenberatung und Einführungen von PLM-Lösungen beim Kunden, bis hin zu umfassenden Service-Leistungen. Aber auch im Bereich EIM ist CENIT durch Kooperationen, wie zum Beispiel mit IBM, gut positioniert. Mit der Übernahme der conunit GmbH wurde der Bereich EIM zudem durch das Thema Business Intelligence (BI) ergänzt. In beiden Bereichen bietet CENIT zudem über 20 eigene Softwarelösungen an. Der Bereich AMS rundet das Leistungsangebot ab.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	83,38	86,49	88,50	91,35
EBITDA	6,19	5,30	5,60	6,39
EBIT	4,78	3,89	3,95	4,49
Jahresüberschuss	3,33	2,73	2,75	3,14

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,40	0,33	0,33	0,38
Dividende je Aktie	0,00	0,30	0,30	0,35

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,31	0,30	0,29	0,28
EV/EBITDA	4,16	4,84	4,58	4,01
EV/EBIT	5,38	6,60	6,49	5,71
KGV	11,70	14,29	14,20	12,41
KBV		1,43		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

11.02.2011: vorläufige Zahlen GJ 2010
31.03.2011: Veröffentlichung GJ-Bericht
11.05.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
26.05.2011: Hauptversammlung

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

11.11.2010: RS / 6,63 / KAUFEN
13.8.2010: RS / 6,63 / KAUFEN
12.5.2010: RS / 6,63 / KAUFEN
8.4.2010: RS / 6,63 / KAUFEN
19.11.2009: RS / 6,08 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

CENIT AG**Geschäftsentwicklung 9M 2010 - Fremdsoftwaregeschäft dank Kooperation stark - EBIT leicht schwächer**

Die zum Halbjahr für die zweite Jahreshälfte erwartete Belebung des operativen Geschäfts ist im Q3 teilweise eingetreten. Dies war insbesondere im Bereich der Fremdsoftware spürbar. So kletterten die Umsatzerlöse in diesem Bereich in den ersten neun Monaten gegenüber dem Vorjahreszeitraum um +24,3 %, was insbesondere auf die erfolgreiche Kooperation mit Dassault Systèmes zurückzuführen ist. Insgesamt legten die Umsatzerlöse damit im Neunmonatszeitraum um +2,4 % auf 64,90 Mio. € zu.

Der merklich erhöhte Umsatzanteil an Fremdsoftware führte in den ersten neun Monaten zu einer leicht niedrigeren Rohertragsmarge von 66,0 % (VJ: 69,4 %), da die erzielbaren Margen in diesem Bereich unter denen der Bereiche Eigensoftware und Beratung/Services liegen. Dies ist insgesamt auf mittelfristige Sicht jedoch als gutes Signal zu werten, denn die hohen Fremdsoftwareabsätze ziehen in den kommenden Quartalen potenziell Beratungs- und Servicegeschäft nach sich, mit einem dann entsprechend positiven Einfluss auf die Rohertragsmarge.

Das EBIT lag im Q3 mit 0,86 Mio. € leicht unter dem Vorjahresniveau (Q3 2009: 0,88 Mio. €), was aber wesentlich mit der Übernahme der conunit GmbH zu begründen ist. Im Rahmen der Übernahme konnte der Kaufpreis in Höhe von 2,50 Mio. € überwiegend auf immaterielle Vermögensgegenstände, wie Kundenstamm und Wartungsverträge, allokiert werden, welche einer regelmäßigen Abschreibung unterliegen. Damit erhöhten sich die Abschreibungen im Q3 um rund 0,15 Mio. € gegenüber dem Q2, mit einem entsprechend senkenden Effekt auf das EBIT. Bereinigt um diesen Effekt wäre auch ein höheres EBIT zu verzeichnen gewesen.

Ausblick - Q4 deutlich stärker erwartet - 2011 spürbare Margenverbesserung prognostiziert

Die Umsatzerlöse entwickelten sich in den ersten neun Monaten 2010 leicht über unseren Erwartungen, was insbesondere auf die erhöhte Dynamik im Geschäft mit Fremdsoftware zurückzuführen ist. Traditionell ist das Q4 das stärkste Quartal des Jahres. Auch die erstmalige Einbeziehung der conunit GmbH zum Q3 sollte einen leicht erhöhenden Effekt haben. Wir gehen daher von Umsatzerlösen für das Geschäftsjahr 2010 von 88,50 Mio. € aus. Auch die anhaltende Dynamik im Fremdsoftwaregeschäft sowie eine Belebung in den Bereichen Beratung/Services und Eigensoftware sollten hierzu beitragen.

Auch ergebnisseitig ist das Q4 saisonal wiederkehrend das stärkste Quartal. Die Saisonalität des Geschäfts der CENIT AG betrifft auch das EBIT, dass wir im Q4 entsprechend stark erwarten. Die aus der Übernahme folgenden Abschreibungen schätzen wir für das 2. HJ 2010 auf 0,30 Mio. €. Wir gehen daher für das GJ 2010 von einem EBIT von 3,95 Mio. € aus. Damit ergibt sich eine erwartete EBIT-Marge von 9,2 % im Q4 und von 4,5 % für das Geschäftsjahr 2010.

Für das Geschäftsjahr 2011 erwarten wir Umsatzerlöse von 91,35 Mio. €. Weiterhin gehen wir von einer zunehmenden Belebung der für CENIT relevanten Kundenbranchen aus, was sich entsprechend positiv auswirken sollte. Gegenüber 2010 beträgt der erwartete Umsatzzuwachs dann +3,2 %. Zudem behalten wir die bisherige Aussage bei, dass wir in 2011 eine spürbare Margenverbesserung erwarten. Nach einer EBITDA-Marge von 6,3 % für 2010 gehen wir für 2011 von 7,0 % aus. Des weiteren sollten, als Resultat des Value-Added-Reseller-Modells mit Dassault Systèmes, zunehmend Aufträge im Bereich Beratung/Services erfolgen, die zu einer weiteren Erhöhung der Auslastung führen und höhere Margenbeiträge generieren.

Fazit - conunit-Übernahme stärkt Geschäft - Eigenkapitalquote von 60 % - Unterbewertung beträgt rund 40 %

Mit der Übernahme der conunit GmbH hat CENIT einen ersten Schritt getan, um den Bereich Enterprise Ressource Management (EIM) um das Thema Business Intelligence (BI) zu ergänzen. Hier soll in den kommenden Jahren eine verstärkte Fokussierung erfolgen. Die für diesen Bereich benötigte hohe Fachkompetenz ist nur durch wenige Wettbewerber darstellbar und sollte daher mittelfristig ebenfalls zu einer Erhöhung der Margen beitragen. Im Geschäftsjahr 2009 erzielte die conunit GmbH eine EBIT-Marge von 10,3 %.

Wir haben die Prognosen nach den Neunmonatszahlen zwar leicht adjustiert, was jedoch vor allem auf erhöhte Abschreibungen im Zuge der Übernahme der conunit GmbH zurückzuführen ist. Zudem erwirtschaftete das Unternehmen in den vergangenen Geschäftsjahren - und erwartungsgemäß auch 2011 - stetig zweistelligen Eigenkapitalrenditen und weist gleichzeitig solide Bilanzrelationen aus, mit einer hohen Eigenkapitalquote von rund 60 %. Wir beurteilen die Aussichten der Gesellschaft auf die kommenden Geschäftsjahre weiterhin als vielversprechend. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir auch unser Rating KAUFEN. Auf dem aktuellen Kursniveau ist die Aktie damit weiterhin mit rund 40 % unterbewertet.

Kurspotenzial: >30 %

aktueller Kurs: 18,64
3.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165

WKN: 549416

Börsenkürzel: E1S

Aktienanzahl³: 1,190

Marketcap³: 22,18
EnterpriseValue³: 21,71
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 43,0 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

EquityStory AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Medien

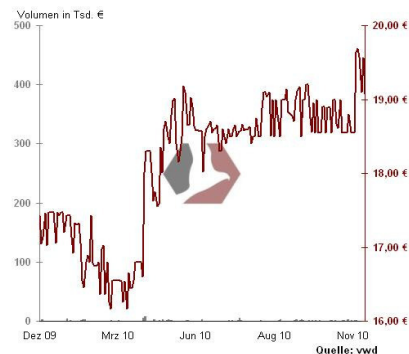
Fokus: Online-Unternehmenskommunikation

Mitarbeiter: 76 Stand: 30.9.2010

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Robert Wirth



Der EquityStory-Konzern ist mit über 5.000 Kunden ein führender Anbieter für Online-Unternehmenskommunikation im deutschsprachigen Raum. In den Bereichen IR und Corporate Communications nutzen Unternehmen aus Europa und Nordamerika die Kommunikationslösungen. Zur Produktpalette gehören neben den Services zur Erfüllung gesetzlicher Pflichten auch die Verbreitung von Unternehmensmitteilungen, die Entwicklung von Finanzportalen- und Webseiten, die Durchführung von Audio- und Video-Übertragungen sowie die Erstellung von Online-Finanzberichten. Die Tochter DGAP ist eine Institution zur Erfüllung der gesetzlichen Regelpublizität börsennotierter Gesellschaften und seit der Gründung in 1996 Marktführer. Mit dem Bereich Online Corporate Communications wendet sich die DGAP mit einem umfassenden Angebot auch an nicht-börsennotierte Gesellschaften. Zudem ist EquityStory durch die Tochter financial.de (100%) und die Beteiligung ARIVA.DE (25,44%) in den Märkten B2C IR, Bereitstellung von Finanzdaten und Online-Werbung aktiv.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	9,35	9,05	9,80	10,50
EBITDA	3,35	2,43	2,76	3,03
EBIT	3,19	2,27	2,58	2,83
Jahresüberschuss	2,10	1,59	1,76	1,96

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,76	1,34	1,48	1,65
Dividende je Aktie	0,60	0,50	0,60	0,70

Kennzahlen				
EV/Umsatz	2,24	2,40	2,22	2,07
EV/EBITDA	6,26	8,93	7,87	7,17
EV/EBIT	6,58	9,56	8,42	7,67
KGV	10,56	13,95	12,60	11,30
KBV		2,10		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
08.12.2010: 10. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
7.9.2010: RS / 26,18 / KAUFEN
8.6.2010: RS / 26,18 / KAUFEN
14.4.2010: RS / 26,18 / KAUFEN
3.12.2009: RS / 25,74 / KAUFEN
6.11.2009: RG / 25,90 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

EquityStory AG

Geschäftsentwicklung 9M 2010 - Umsatzwachstum im Q3 2010 bei knapp 12 %

In den ersten neun Monaten 2010 erzielte die EquityStory AG einen Umsatzzuwachs von 10,4 % auf 6,70 Mio. € (VJ: 6,07 Mio. €). Im dritten Quartal 2010 lag der Umsatz bei 2,21 Mio. €, was einem Wachstum von 11,8 % gegenüber dem Vorjahresquartal entspricht. Dabei entwickelten sich die beiden Segmente „**Regulatory Information & News**“ (RI & N) und „**Products & Services**“ (P & S) gleichermaßen positiv. Im Bereich **RI & N** erhöhten sich die Umsätze in den ersten neun Monaten 2010 um +9,6 % auf 3,29 Mio. €. Insgesamt belief sich das über die DGAP veröffentlichte Meldevolumen in 2010 auf 10.915 nach 10.091 im Vorjahr. Im dritten Quartal 2010 lagen die Segmentumsätze bei 1,11 Mio. € und damit 15 % höher als im Vorjahr. Der Anstieg des Meldevolumens ist auf das Wachstum bei den Meldungen nicht börsennotierter Unternehmen zurückzuführen. Zudem wirkte sich der neue Hauptversammlungs-Einladungs-Service positiv auf der Umsatzseite aus. Das Kundenwachstum bei den nicht börsennotierten Unternehmen entwickelte sich auch im dritten Quartal 2010 erfreulich. Mittlerweile zählt die Gesellschaft fast 4.200 Kunden im Bereich **Online Corporate Communications (OCC)**. Im dritten Quartal lag der Zuwachs bei den Neukunden im Vergleich zum Vorquartal mit +8,6 % auch wieder deutlich über der Wachstumsrate der beiden Vorquartale (Q1 2010: +4,8 % bzw. Q2 2010: +3,5 %).

Im dritten Quartal 2010 lag die Rohertragsmarge mit 91,23 % erstmalig seit den vergangenen Quartalen wieder über der Marke von 90 %. Das EBIT lag nach neun Monaten 2010 bei 1,41 Mio. € (VJ: 1,12 Mio. €). Das Finanzergebnis profitierte von einem erhöhten Ergebnisbeitrag der Beteiligung ARIVA.DE. In der Folge stieg das Finanzergebnis von 0,03 Mio. € in 2009 auf 0,05 Mio. € in 2010 an. Unter Berücksichtigung einer Konzernsteuerquote von 34,83 % (VJ: 33,74 %) belief sich der Jahresüberschuss auf 0,95 Mio. € (VJ: 0,76 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,80 € (VJ: 0,64 €) entspricht.

Ausblick und Bewertung - Neukundenwachstum und anziehender IPO-Markt als Grundlage für Wachstum

Mit Veröffentlichung der Zahlen für das dritte Quartal 2010 bestätigen wir unsere bisherigen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2010 sowie 2011. Wir erwarten für 2010 weiterhin einen Umsatzanstieg um +8,3 % auf 9,80 Mio. €. Des Weiteren sehen wir das EBIT für 2010 unverändert bei 2,58 Mio. €.

Folglich sollten sich die Umsatzerlöse im vierten Quartal 2010 auf 3,10 Mio. € erhöhen. Das Schlussquartal ist bei der EquityStory AG umsatzseitig traditionell das beste Quartal. In den Jahren 2008 und 2009 lag der Umsatz im vierten Quartal bei 2,69 Mio. € respektive 2,98 Mio. €. Dies liegt an den Abrechnungsmodalitäten für die beim elektronischen Bundesanzeiger eingereichten Finanzberichte. Gegen Ende September hat die Gesellschaft 3.437 (VJ: 3.252) Finanzberichte beim elektronischen Bundesanzeiger eingestellt.

Auch wenn in den vergangenen Monaten bereits eine leichte Belebung bei Neuemissionen, Listings sowie Kapitalmarkttransaktionen (Kapitalerhöhungen, Anleihen, Übernahmen) festzustellen war, reicht dies nach unserer Einschätzung bislang noch nicht aus, um hieraus merkliche Umsatzimpulse für die EquityStory AG abzuleiten. Erst bei einer nachhaltigen Verbesserung der Lage bei Listings und IPOs sowie einer erhöhten Aktivität bei Kapitalmarkttransaktionen sollte sich dies verstärkt auf der Umsatzseite der EquityStory AG auswirken.

Erfreulich sehen wir die Tatsache, dass die Neukundengewinnung im Bereich **OCC** im dritten Quartal 2010 an Dynamik gewinnen konnte. Hier lag die Wachstumsrate mit +8,6 % wieder über dem Niveau der Vorquartale. Derzeit nutzt ein Großteil der nicht börsennotierten Kunden den Einreichungs-Service für den elektronischen Bundesanzeiger. Entsprechend groß ist hier das vorhandene Cross-Selling Potential. Sollte es der Gesellschaft gelingen, lediglich einen Teil der Kunden für weitere Produkte der Angebotspalette zu gewinnen, würde dies zu einem erheblichen Umsatzschub führen.

Fazit - Aktie mit Kurspotential von mehr als 30 % weiterhin unterbewertet

Die EquityStory AG erzielte im dritten Quartal 2010 ein Umsatzwachstum von knapp 12 % gegenüber dem Vorjahresquartal und auch das operative Ergebnis konnte überproportional gesteigert werden. Damit befindet sich die Gesellschaft auf einem guten Wege die eigenen Ziele für das laufende Geschäftsjahr zu erreichen. Das Unternehmenswachstum wurde dabei gleichermaßen von den beiden Geschäftsbereichen **RI & N** sowie **P & S** getragen. Erfreulich entwickelte sich die Neukundengewinnung bei den nicht börsennotierten Unternehmen. Im Bereich **OCC** verfügt die Gesellschaft in der Zwischenzeit über eine Kundenbasis von knapp 4.200. Inklusive der börsennotierten Unternehmen zählt die Gesellschaft mehr als 5.000 Kunden.

Das Kursziel für die Aktie der EquityStory AG sehen wir bei 26,18 €. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs entspricht dies einem Potential > 30 %. Wir vergeben daher das Rating Kaufen für die Aktie der EquityStory AG.

Kurspotenzial: >10 %

aktueller Kurs: 5,10
3.12.2010 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0F5WM7

WKN: A0F5WM

Börsenkürzel: F2Y

Aktienanzahl³: 2,403

Marketcap³: 12,26
EnterpriseValue³: 12,32
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 21,0 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

F24 AG *5,7

Unternehmensprofil

Branche: Software

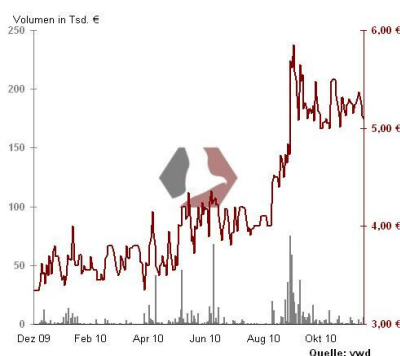
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

Mitarbeiter: 19 Stand: 30.7.2010

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Ralf Meister, Christian Götz



Die F24 AG mit Sitz in München hat sich auf Alarmierungs- und Kommunikationslösungen im Störfall- und Krisenmanagement spezialisiert. Die Gesellschaft nimmt dabei mit dem Alarmierungs- und Konferenzdienst FACT24 im europäischen Raum nach eigenen Angaben eine führende Stellung ein. Dabei deckt die Gesellschaft eine Vielzahl von Branchen wie z.B. Energie & Industrie, Gesundheit & Pharma, Verkehr & Logistik, Handel, Banken & Versicherungen und IT & Telekommunikation ab. Namhafte internationale Unternehmen wie beispielsweise BMW, BP, DaimlerChrysler, EADS, E.ON, Exxon Mobil, IBM, Linde, Lufthansa, Merck, RWE, SAP oder Shell zählen bereits zu den Kunden von F24. Darüber hinaus hält die F24 AG 83,5 % an der TEVIA GmbH und seit 2007 drei Tochtergesellschaften in Frankreich, Spanien und Tschechien. Zudem unterhält die Gesellschaft eine Tochter in Großbritannien.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	2,18	2,97	3,75	4,75
EBITDA	-0,54	0,41	0,90	1,73
EBIT	-0,75	-0,04	0,75	1,60
Jahresüberschuss	-0,86	-0,29	0,48	1,10

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,36	-0,12	0,20	0,46
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,23

Kennzahlen				
EV/Umsatz	5,60	4,15	3,29	2,59
EV/EBITDA	-22,48	30,35	13,69	7,14
EV/EBIT	-16,16	-342,31	16,43	7,70
KGV	neg.	neg.	25,43	11,17
KBV		12,32		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

07.04.2011: Veröffentlichung GJ-Bericht
15.06.2011: Hauptversammlung

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

1.9.2010: RS / 6,03 / KAUFEN
17.5.2010: RS / 5,60 / KAUFEN
27.11.2009: RS / 5,04 / KAUFEN
6.11.2009: RG / KAUFEN
21.9.2009: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

F24 AG**Geschäftsentwicklung 9M 2010 - Umsatz wächst weiter dynamisch - Ergebnis erstmalig seit IPO positiv**

Mit einem Umsatzzuwachs um 28,5 % auf 1,72 Mio. € lag die Entwicklung im 1. HJ 2010 über der vom Unternehmen für das Gesamtjahr erwarteten Wachstumsrate von 20-25 %. Die Umsatzerlöse mit dem Hauptprodukt FACT24 beliefen sich dabei auf 1,61 Mio. €, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 34,3 % entspricht. Die Zahl der Kundenaufträge lag im ersten Halbjahr im Rahmen unserer Erwartungen und kletterte von 345 zum Geschäftsjahresende 2009 auf nunmehr 380. Gegenüber dem Stichtag des Vorjahres legten die Kundenaufträge von 315 um 20,6 % zu.

Dabei wird deutlich, dass die FACT24-Umsätze mit einem Wachstum um 34,3 % deutlich überproportional zu den Auftragszuwächsen (+20,6 %) zulegen. Dabei macht sich die steigende Wertschöpfung pro Auftrag bemerkbar. Insbesondere zurückzuführen ist diese Entwicklung auf die stetige Weiterentwicklung des Hauptproduktes FACT24.

Eine Besonderheit des Geschäftsmodells der F24 AG ist zudem die hohe Skalierbarkeit. Trotz des starken Umsatzwachstums um 28,5 % nahmen die Kostenpositionen kaum zu. Vielmehr erlaubt das Geschäftsmodell die Betreuung wachsender Kundenzahlen, bei einem nahezu unveränderten Ressourceneinsatz. Dieser Umstand führte im ersten Halbjahr 2010 zu einem merklichen Ergebnisanstieg, da sich die Umsatzsteigerung um 0,38 Mio. € nahezu vollständig im Ergebnis niederschlug. So wurde das EBITDA von 0,09 Mio. € im Vorjahr um 0,38 Mio. € auf 0,47 Mio. € gesteigert. Gleichzeitig verbesserte sich die EBITDA -Marge ebenfalls merklich von 6,8 % im Vorjahreszeitraum auf nunmehr 27,4 %. Auch im Konzernergebnis machte sich die hohe Skalierbarkeit bemerkbar. Mit 0,22 Mio. € wurde erstmalig seit dem Start der Internationalisierung ein positives Periodenergebnis erzielt, nach -0,11 Mio. € im Vorjahr.

Ausblick - Fortsetzung des Wachstums im 2. HJ 2010 und GJ 2011 - weitere Margenverbesserung erwartet

Unsere Erwartungen unterstellen zum Jahresende eine Anzahl von 425 Kundenaufträgen. Nachdem im ersten Halbjahr 35 neue Aufträge gewonnen werden konnten, erwarten wir im zweiten Halbjahr entsprechend 45 weitere Aufträge. Dass diese Zahl erreicht wird, halten wir für wahrscheinlich, da die Vertriebspipeline zum Halbjahr zum Einen gut gefüllt war und einige Großaufträge kurz vor dem Abschluss standen. Zum Anderen verlief der Start des dritten Quartals gemäß Unternehmensaussagen sehr erfreulich. Daher bestätigen wir unsere bisherige Umsatzprognose von 3,75 Mio. €, was einem Wachstum um 26,3 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. In Folge erwarten wir, dass die unternehmenseigene Wachstumsprognose von 20-25 % übertroffen werden kann.

Entsprechend der starken Ergebnisentwicklung zum Halbjahr sollte auch im zweiten Halbjahr 2010 die hohe Dynamik beibehalten werden können. Wir gehen davon aus, dass sich das EBIT zum Geschäftsjahresende auf 0,75 Mio. € beläuft, was einer EBIT-Marge von 20,0 % entspricht. Diese Schätzungen halten wir angesichts der starken Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr für konservativ, belassen diese jedoch zunächst unverändert. Damit tragen wir einer erwartet leicht erhöhten Kostenbelastung im zweiten Halbjahr Rechnung, die mit der Einstellung eines weiteren Vertriebsmitarbeiters einhergehen sollte. Zudem gehen wir davon aus, dass auf Grund des guten Konzernergebnisses von erwartet 0,48 Mio. € erstmalig eine Dividende in Höhe von 0,10 € pro Aktie ausgeschüttet werden wird. Die Eigenkapitalrendite sollte bereits für 2010 bei über 30 % liegen, was einen überdurchschnittlich hohen Wert darstellt.

Für das Geschäftsjahr 2011 gehen wir von einem Umsatzzuwachs auf dann 4,75 Mio. € aus. Dieser Umsatzzuwachs sollte sich auf Grund der hohen Skalierbarkeit erneut in einer starken Ergebnisverbesserung bemerkbar machen.

Fazit - stark skalierbares Geschäftsmodell - hohe Rentabilität - Aktie dennoch günstig bewertet

Die Besonderheit des Geschäftsmodells der F24 AG ist die hohe Skalierbarkeit. Trotz des starken Umsatzwachstums um 28,5 % nahmen die Kostenpositionen kaum zu. Vielmehr erlaubt das Geschäftsmodell die Betreuung wachsender Kundenzahlen, bei einem nahezu unveränderten Ressourceneinsatz. Dies schlägt sich in starken Margensteigerungen nieder.

Die erwartet stark aufwärts gerichtete Ergebnisentwicklung macht sich auch in der Bewertung der Aktie bemerkbar. Auf Basis unserer Gewinnschätzungen für 2011 errechnet sich ein KGV von lediglich 11,7. Angesichts der dynamischen operativen Entwicklung und des geringen Risikos des Geschäftsmodells schätzen wir dies als zu niedrig ein. Diese Einschätzung wird auch durch die starken Kapitalrenditen unterstützt. So sollte im laufenden Geschäftsjahr 2010 eine Eigenkapitalrendite von über 30 % erwirtschaftet werden können. Die Gesamtkapitalrendite (ROCE) erwarten wir sogar im dreistelligen Prozentbereich. Bei einem aktuellen Kurs der Aktie von 5,10 € ergibt sich derzeit ein Kurspotenzial von fast 20 %. Das bisherige Rating KAUFEN wird daher bestätigt.

Kurspotenzial: >10 %

aktueller Kurs: 3,90
3.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0MSEQ3

WKN: A0MSEQ

Börsenkürzel: MU4

Aktienanzahl³: 4,070

Marketcap³: 15,87
EnterpriseValue³: 15,79
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 41,1 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
CBS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

m4e AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Medien

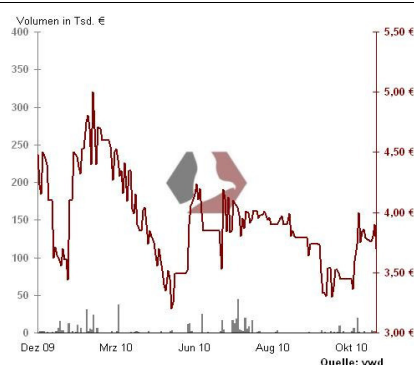
Fokus: Lizenzen, Merchandising, TV-
Produktion, Home Entertainment

Mitarbeiter: 33 Stand: 30.6.2010

Gründung: 2003

Firmensitz: Grünwald

Vorstand: Hans Ulrich Stoef, Michael Büttner



Die m4e AG ist ein Brand Management- und Medienunternehmen mit Fokus auf die Entwicklung und Vermarktung von Marken und Charakteren (IP-Rechte). Diese Rechte werden an TV-Sender, Online Plattformen, Videofirmen und Merchandising Lizenznehmer vergeben. In den Bereichen Merchandising und Licensing wird m4e über Lizenzgebühren an den Verkäufen der Produkte beteiligt. Dabei muss der jeweilige Lizenznehmer m4e in der Regel einen Mindestumsatz vorab garantieren, um die Nutzungsgenehmigung durch m4e zu erhalten. Zu den Geschäftsfeldern zählen TV-Produktion und Distribution, Home Entertainment, Lizenzhandel, Merchandising, Publishing, Interactive & New Media. Der internationale Vertrieb von TV- und New Media Rechten sowie der Bereich Home Entertainment außerhalb der deutschsprachigen Territorien wird durch Telescreen B.V. durchgeführt. Ein weiterer Bereich ist die Produktion von Textilien und Accessoires über die Tochter Tex-ass. Mit ihren Divisions FACES & NAMES und 'it's fun. music' entwickelt m4e medial gestützte Vermarktungskonzepte für Brands und Personalities sowie Musikkoooperationen für den TV-Sender RTL II.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	12,88	10,70	10,20	15,00
EBITDA	0,74	0,26	0,51	2,25
EBIT	0,36	-0,77	-0,15	1,45
Jahresüberschuss	0,15	-0,57	-0,18	0,65

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,04	-0,14	-0,04	0,16
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,92	1,48	1,55	1,05
EV/EBITDA	16,04	61,69	31,09	7,02
EV/EBIT	32,98	-20,48	-103,90	10,89
KGV	105,82	neg.	neg.	24,61
KBV		1,36		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

11.11.2009: RS / 5,78 / KAUFEN

6.11.2009: RG / 5,78 / KAUFEN

21.9.2009: RS / KAUFEN

9.9.2009: RG / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

m4e AG**Geschäftsentwicklung 9M 2010 - Fokus auf Entwicklung der eigenen IP-Rechte**

Die m4e AG verzeichnete im ersten Halbjahr 2010 auf Konzernebene einen rückläufigen Umsatz von - 20,5 % auf 4,54 Mio. € nach 5,71 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Auf eine detaillierte Segmentberichtserstattung im Rahmen des Halbjahresberichts 2010 wurde verzichtet. Wir gehen davon aus, dass die Umsätze im ersten Halbjahr 2010 bei der m4e sowie der Tochtergesellschaft Tex-Ass jeweils über 1,5 Mio. € lagen. Gewichtige Umsatzbeiträge bei der m4e sollten nach unserer Einschätzung aus den Kooperationen mit dem DFB sowie mit dem TV-Sender RTL II resultieren. Zudem wurde m4e im März 2010 von dem Kinderkanal KI.KA mit der Erarbeitung eines Vermarktungskonzepts für die Vorschulmarke KiKANiNCHEN beauftragt. Im Agenturgeschäft sollte sich dieser Auftrag ebenfalls positiv auf der Umsatzseite ausgewirkt haben. Den Umsatzbeitrag schätzen wir hier auf über 0,3 Mio. € in 2010. Das Tochterunternehmen Tex-Ass lag mit geschätzten Umsätzen von mehr als 1,5 Mio. € leicht unterhalb des Vorjahres und erzielte einen größeren Anteil der Umsatzerlöse mit dem Bekleidungsunternehmen C&A. Die Umsätze des Tochterunternehmens Telescreen B.V. schätzen wir für das erste Halbjahr 2010 bei mehr als 1 Mio. €.

Das EBITDA fiel im ersten Halbjahr 2010 positiv aus und belief sich auf 0,50 Mio. € (VJ: 0,64 Mio. €). Dies entspricht einer EBITDA-Marge von knapp 11 %. Die Abschreibungen erhöhten sich deutlich auf 0,33 Mio. € (VJ: 0,27 Mio. €), was im Wesentlichen auf erworbene Lizenzrechte sowie auf aktivierte Entwicklungskosten in den Vorperioden zurückzuführen ist. Das Finanzergebnis fiel im ersten Halbjahr 2010 aufgrund der vorhandenen Bankdarlehen mit -0,05 Mio. € (VJ: -0,02 Mio. €) leicht negativ aus. Der leicht positive Steuerertrag von 0,06 Mio. € ist im Zusammenhang mit latenten Steuern zu sehen. Der Jahresüberschuss belief sich im ersten Halbjahr 2010 auf 0,18 Mio. € (VJ: 0,36 Mio. €), was auf Basis einer Aktienanzahl von 4,07 Mio. einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,04 € (VJ: 0,09 €) entspricht.

Ausblick und Bewertung - 2010 noch leicht negativ, 2011 dann deutlich positiv erwartet

Bei dem Geschäftsjahr 2010 sollte es sich noch um ein Übergangsjahr handeln. Der Schwerpunkt liegt hier in der Fokussierung und der Entwicklung des eigenen Rechteportfolios. Für 2010 rechnen wir daher mit Umsätzen in Höhe von 10,20 Mio. € sowie einem positiven Ergebnis. Die größte Tochtergesellschaft Tex-Ass befindet sich auf einem guten operativen Weg und wird 2010 erwartungsgemäß profitabel abschließen. Neben dem bedeutenden Kunden C & A konnte hier in den letzten Monaten eine Reihe von Neukunden gewonnen werden, so dass die Kundenbasis diversifiziert wurde. Daneben wurden wichtige Bestandslizenzen, wie z. B. PEANUTS, Simpsons und Disney, verlängert. Das operative Ergebnis sollte in 2010 damit deutlich profitabel ausfallen. Das EBITDA sollte in 2010 mit 0,51 Mio. € weiterhin positiv ausfallen.

Einen erheblichen Umsatzschub wird es nach unserer Einschätzung im kommenden Geschäftsjahr 2011 geben. Hier ist mit der Fertigstellung der TV-Animationsserie „Mia & Me“ zu rechnen. Auf der diesjährigen Messe MipJunior in Cannes wurde die Serie bereits sehr gut aufgenommen. Unsere Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2011 sehen einen deutlichen Umsatzanstieg auf Konzernebene um 47,1 % auf dann 15,00 Mio. € vor. Allein den Umsatzbeitrag durch die TV-Animationsserie „Mia & Me“ schätzen wir für 2011 auf ca. 2 Mio. €. Bei Tex-Ass erwarten wir für das kommende Geschäftsjahr 2011 durch die Gewinnung neuer Kunden, unter anderem im Bereich der Textil-Discounter, ein Umsatzzuwachs auf 6,50 Mio. €. Ein wichtiger Umsatzbeitrag bei der m4e AG ist nach unserer Einschätzung des Weiteren erneut aus der bestehenden Kooperation mit dem DFB sowie durch die Vermarktung der Vorschulmarke KiKANiNCHEN zu erwarten. Das EBITDA sollte nach unserer Schätzung in 2011 bei 2,25 Mio. € liegen, was einer EBITDA-Marge von 15,00 % entspricht. Unter Berücksichtigung von erwarteten Abschreibungen in Höhe von 0,80 Mio. € beträgt das EBIT 1,45 Mio. €.

Fazit - Deutlicher Umsatzzuwachs in 2011 erwartet; „Mia & Me“ als Wachstumstreiber in 2011

Im ersten Halbjahr 2010 lag der Fokus klar auf der Entwicklung eigener Rechte, weshalb die Umsätze mit rund 4,5 Mio. € noch unter dem Vorjahresniveau lagen. Im Agenturgeschäft resultierten wichtige Umsatzbeiträge aus den Kooperationen mit dem DFB sowie mit RTL II. Zudem wirkte sich hier die Vermarktung der Vorschulmarke KiKANiNCHEN positiv aus. Bei einem erwarteten Umsatzvolumen von 10,20 Mio. € in 2010 sollte die Gesellschaft ein positives EBITDA erzielen, bei aber noch einem leicht negativen Nachsteuerergebnis. Das Jahr 2010 wird somit noch ein Übergangsjahr werden. Die hohen Investitionen in die eigenen Rechte sollten sich nach unserer Einschätzung dann aber bereits in 2011 auszahlen und deutlich höhere Umsätze zur Folge haben. Als wesentlichen Wachstumstreiber sehen wir hier die Animationsserie „Mia & me“. Die Resonanz auf die TV-Animationsserie „Mia & me“ auf der diesjährigen Messe MipJunior in Cannes war bereits viel versprechend und die Gesellschaft befindet sich bezüglich der weiteren Auswertung der Serie derzeit in aussichtsreichen Gesprächen.

Für 2011 erwarten wir einen deutlichen Umsatzanstieg auf dann 15,00 Mio. €. Bei Tex-Ass erwarten wir für 2011 bedingt durch eine erfolgreiche Neukundengewinnung einen deutlichen Umsatzzuwachs. € Gleichzeitig rechnen wir mit deutlich positiven Ergebniskennzahlen auf Ebene des EBITDA und des Jahresüberschusses. Das Kurspotential für die Aktie von m4e sehen wir bei > 10 %.

Mensch und Maschine Software SE

Kurspotenzial: >30 %

aktueller Kurs: 4,05
1.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006580806

WKN: 658080

Börsenkürzel: MUM

Aktienanzahl³: 14,638

Marketcap³: 59,28
EnterpriseValue³: 77,11
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 53,1 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
LBBW
CBS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Software

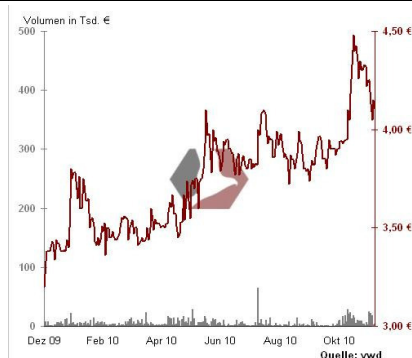
Fokus: CAD/CAM-Lösungen

Mitarbeiter: 607 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1984

Firmensitz: Wessling

Vorstand: Adi Drotleff, Michael Endres, Peter
Schützenberger, Werner Schwenkert



Die Mensch und Maschine Software SE (kurz MuM) ist eigenen Angaben zufolge einer der führenden Anbieter von computergestützter Konstruktions-Software (Computer Aided Design / Manufacturing CAD/CAM) in Europa. Standorte in 10 europäischen Ländern unterstützen dabei die breite internationale Fokussierung der Gesellschaft. Zusätzlich bestehen Vertriebsniederlassungen in den USA, Japan und Südost-Asien, die ausschließlich MuM-eigene Technologie vermarkten. Das MuM-Angebotsspektrum ist breit gefächert und umfasst CAD / CAM-Lösungen in verschiedenen Preis- / Leistungsklassen für die wichtigsten Branchen, wie Maschinenbau, Architektur und Geographie. Der Vertrieb im deutschsprachigen Raum wurde durch die Akquisition der wichtigsten Vertriebspartner in Deutschland, Österreich und der Schweiz in das Unternehmen im Systemhaus-Segment integriert. Die MuM unterscheidet zudem zwischen den Umsatzsegmenten Distribution und MuM-Software.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	223,10	163,33	192,00	209,28
EBITDA	13,04	1,38	5,80	10,16
EBIT	10,28	-2,54	2,55	6,86
Jahresüberschuss	5,76	-4,78	1,01	4,38

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,39	-0,33	0,07	0,30
Dividende je Aktie	0,20	0,00	0,05	0,13

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,29	0,47	0,40	0,37
EV/EBITDA	5,01	55,96	13,30	7,59
EV/EBIT	6,35	-30,32	30,24	11,25
KGV	10,29	neg.	58,99	13,54
KBV		2,45		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

08.12.2010: 10. MKK
21.03.2011: Veröffentlichung GJ-Bericht
25.04.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
24.05.2011: Hauptversammlung

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

21.9.2009: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter
www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG,
Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Mensch und Maschine SE

Geschäftsentwicklung 9M 2010 - Rückkehr zum Wachstum

Die Auswirkungen der Finanzkrise waren beim Spezialisten für CAD/CAM-Software, der Mensch und Maschine Software SE, gut sichtbar. Im Zuge der konjunkturellen Erholung und der wieder erhöhten Investitionsbereitschaft jedoch, sind die Erholungsanzeichen wieder wahrnehmbar. Allen voran auf Umsatzbasis, die in den ersten neun Monaten 2010 im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 17,2 % auf 142,08 Mio. € (9M/09: 121,23 Mio. €) gesteigert werden konnte. Das abgelaufene dritte Quartal 2010 trug dazu mit 44,65 Mio. € bei. Damit konnte die Gesellschaft gegenüber dem Vorjahresquartal einen Umsatzzanstieg um 23,7 % (Q3/09: 36,11 Mio. €) aufzeigen.

In besonderer Weise dafür zeigte sich das erst Anfang des letzten Geschäftsjahres 2009 gestartete Systemhaus-Geschäft verantwortlich, welches mit 56,66 Mio. € (9M/09: 32,77 Mio. €) und damit mit 39,9 % (9M/09: 27,0 %) zu den Gesamtumsätzen beitrug. Da dieser Geschäftsbereich erst durch die Übernahme von fünf Vertriebspartnern im Geschäftsjahr 2009 gestartet wurde, fielen hier noch Integrationsaufwendungen an. Daher lag das EBIT im Systemhausgeschäft bei -2,37 Mio. €. Dieses wurde jedoch weitestgehend vom Distributions- und Softwaresegment ausgeglichen, so dass über alle Geschäftsbereiche hinweg das EBIT von -0,36 Mio. € (9M/09) auf 0,95 Mio. € verbessert wurde. Das Nachsteuerergebnis erhöhte sich analog dazu von -0,73 Mio. € (9M/09) auf 0,20 Mio. €.

Ausblick und Bewertung - Umsatzwachstum nach oben korrigiert; Rückführung von Finanzverbindlichkeiten

Nach dem Geschäftsjahr 2009, das auf EBIT-Basis noch aufgrund von Sondereffekten im Zusammenhang mit den Unternehmensakquisitionen, aber auch bedingt durch die schwierige konjunkturelle Lage negativ ausgefallen war, konnte auf 9-Monatsbasis wieder ein positives Ergebnis aufgezeigt werden. Gleichzeitig ist das Umsatzwachstum in die für die Mensch und Maschine SE gewohnten Regionen gekommen, was gleichzeitig von der Gesellschaft zum Anlass genommen wurde, um die Wachstumsprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2010 anzuheben. Flankiert wurde dieses von einer Verbesserung der Bilanzrelationen, allen voran einer Reduktion der Nettoverschuldung. Der positive freie Cashflow konnte in diesem Zusammenhang für Rückführung von Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 5,68 Mio. € genutzt werden. Gegenüber dem 31.12.2009 reduzierten sich damit die Bankverbindlichkeiten von 19,29 Mio. € deutlich auf 13,60 Mio. €. Begleitet wird dies von einer Anhebung der EK-Quote auf 25,8 % (31.12.2009: 23,9 %).

Analog zu den Unternehmensprognosen erwarten wir auf Gesamtjahresbasis 2010 ein Umsatzwachstum auf 192,00 Mio. €, was einer Wachstumsquote von 17,6 % entspricht. Das 2010er EBIT, in dem Sonderaufwendungen für die Kaufpreisabschreibungen im Zusammenhang mit den erworbenen Unternehmen berücksichtigt sind, dürfte bei etwa 2,55 Mio. € liegen. Im kommenden Geschäftsjahr sollte der Ergebnisbeitrag des Systemhaus-Geschäftes signifikant zulegen können und daher erwarten wir ein 2011er EBIT in Höhe von 6,86 Mio. € (EBIT-Marge: 3,3 %). Langfristige Margenniveaus in Höhe von 7,0 % sehen wir als realistisch an.

Fazit - Kurspotenzial von über 30 % vor allem aufgrund eines erwartet starken Systemhausgeschäftes

Weiterhin erwarten wir bei der Mensch und Maschine SE eine konjunkturell bedingte Stabilisierung der Ertragslage und darüber hinaus eine Rückkehr zu den Wachstumsniveaus vor der Krise, die sich langfristig auf 10 - 15 % belaufen dürften. Wesentlich dazu beitragen sollte das Systemhausgeschäft, welches im abgelaufenen dritten Quartal erstmalig eine deutliche Umsatzausweitung aufzeigte. Zwar weist das operative Ergebnis dieses Geschäftssegmentes aufgrund von Integrations- und Buchungseffekte noch ein deutliches Minus auf, langfristig sollte jedoch der Bereich Systemhaus zur unternehmensweiten Steigerung der Ergebnisniveaus beitragen. Denn hier ist das vergleichsweise margenstarke Direktkundengeschäft gebündelt, wohingegen mit dem bisherigen Fokus auf Handelsprodukte und damit auf Großkunden, keine signifikanten Ergebnissteigerungen zu erwarten gewesen wären.

Auf dem ersten Blick erscheint die Bewertung der Mensch und Maschine SE insbesondere nach den jüngsten Kurssteigerungen mit einem 2011er KGV von 13,6 und einem EV/EBITDA in Höhe von 7,6 nicht besonders günstig. Man darf jedoch nicht außer Acht lassen, dass auch das kommende Geschäftsjahr 2011 immer noch von Sondereffekten im Zusammenhang mit der Akquisition von fünf Vertriebsgesellschaften geprägt sein wird, so dass hier noch nicht die langfristige erwartete Ergebnisqualität zu sehen sein wird. Die aktuellen Kursniveaus spiegeln unserer Meinung nach den inneren Wert des Unternehmens nicht wider und wir sehen daher ein Kurspotenzial von über 30 %.

OpenLimit Holding AG

Kurspotenzial: >30 %

aktueller Kurs: 1,69
1.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: CH0022237009

WKN: A0F5UQ

Börsenkürzel: O5H

Aktienanzahl³: 18,107

Marketcap³: 30,60
EnterpriseValue³: 29,78
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 66,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Software

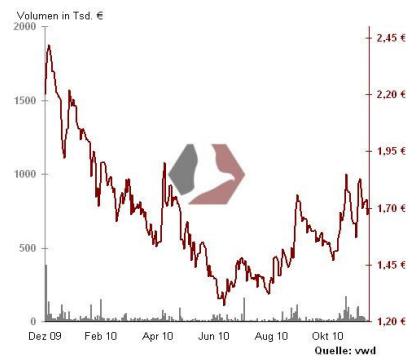
Fokus: Authentifizierung, Softwarepflege,
Consultingdienste

Mitarbeiter: 58 Stand: 15.11.2010

Gründung: 2002

Firmensitz: Baar / Schweiz

Vorstand: Marc Gurov (CEO)



Die OpenLimit Holding AG ist ein international führender und in der Schweiz ansässiger Anbieter von zertifizierter Software für elektronische Signaturen und Identitäten. Einfach integrierbare Anwendungs-Komponenten ermöglichen die vollelektronische Rechnungslegung, medienbruchfreie Workflows und die beweissichere Langzeitarchivierung. Die angebotenen Software-Lösungen zeichnen sich durch ein Maximum an Sicherheit und Rechtsverbindlichkeit aus. Dafür bürgt die Zertifizierung nach dem international höchsten Sicherheitsstandard für Software-Produkte Common Criteria EAL4+. OpenLimit wurde von Siemens mit der Entwicklung des AusweisApps (vormals Bürger-Client), der Anwendersoftware für den neuen elektronischen Personalausweises, welcher am 1. November 2010 in Deutschland ausgerollt wurde, beauftragt. Des Weiteren steht die Vermarktung mit Fujitsu Technologie Solutions, für das gemeinsame Produkt SecDocs, welche eine vertrauenswürdige Langzeitarchivierung für elektronischer Dokumente ermöglicht, kurz bevor.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	5,34	4,92	6,40	8,96
EBITDA	2,36	0,56	1,71	3,17
EBIT	1,52	-0,92	0,01	1,27
Jahresüberschuss	1,20	-0,60	-0,68	0,97

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,07	-0,03	-0,04	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	5,72	6,05	4,65	3,32
EV/EBITDA	12,93	53,28	17,40	9,39
EV/EBIT	20,04	-32,41	2.481,74	23,41
KGV	25,54	neg.	neg.	31,48
KBV		3,22		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
08.12.2010: 10. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
21.9.2009: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter
www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG,
Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

OpenLimit AG

Geschäftsentwicklung 9M 2010 - die Strukturen für das Unternehmenswachstum wurden gelegt

Die OpenLimit AG konnte innerhalb der ersten neun Monate 2010 die Umsätze gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 36,4 % auf umgerechnet 2,43 Mio. € (9M/09: 1,79 Mio. €) deutlich anheben. Im Berichtszeitraum fielen dabei hauptsächlich Umsätze im Rahmen der erfolgreichen Platzierung der so genannten eID-Server-Technologie, welche von ca. 200 Unternehmen und Behörden getestet wurde. Vor dem Hintergrund der Einführung des neuen elektronischen Personalausweises in Deutschland lag der Fokus der OpenLimit AG im Berichtszeitraum auf der Entwicklung der angebotenen Technologien. Daher waren die Umsätze zu großen Teilen von aktivierten Eigenleistungen begleitet, die sich im 9-Monatszeitraum auf 1,88 Mio. € (9M/09: 1,79 Mio. €) beliefen.

Die operative Kostenbasis der Gesellschaft erhöhte sich nicht zuletzt aufgrund der Aufstockung des Personalbestands für die Abwicklung von Großprojekten, die erst in Q4 2010 umsatzwirksam werden, um 48,2 % auf 5,21 Mio. € (9M/09: 3,51 Mio. €). Somit lagen diese oberhalb des ausgewiesenen Gesamtertrages (Umsätze + aktivierte Eigenleistungen) und folglich reduzierte sich das EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) von -1,29 Mio. € (9M/09) auf -2,27 Mio. €. Da bei der OpenLimit AG der Großteil der Einnahmen und Kosten in EUR anfällt, jedoch die Gesellschaft in Schweizer Franken bilanziert, ist das Finanzergebnis von der Relation EUR/CHF abhängig, welche sich für die Gesellschaft nachteilig entwickelt hatte. Daher reduzierte sich das Finanzergebnis von 0,05 Mio. € (9M/09) auf -0,48 Mio. € und infolge dessen lag der Periodenverlust mit -2,80 Mio. € unterhalb des Verlustes des Vorjahres (9M/09: -1,21 Mio. €). Künftig wird die Gesellschaft in EUR bilanzieren und daher haben wir alle Kennzahlen im Rahmen dieser Analyse zu einem Stichtagkurs (30.09.10) in Höhe von CHF/EUR von 0,75 umgerechnet.

Ausblick und Bewertung - massive Potenziale aus der Einführung des elektronischen Personalausweises

Die Einführung des neuen elektronischen Personalausweises in Deutschland wird sich bei der OpenLimit AG als Meilenstein herausstellen. Denn die Gesellschaft ist als Spezialist im Bereich der elektronischen Signaturen gemäß eigenen Aussagen das weltweit einzige Unternehmen, welches über die erforderlichen Sicherheitsstandards verfügt. Darüber hinaus ist die OpenLimit ein exklusiver Lieferant von Siemens für das AusweisApp, einer Anwendung, die zukünftig jeder Bürger zur Nutzung der Ausweisdienste nutzen kann. Unternehmen, die auf Basis des elektronischen Personalausweises Authentifizierungen durchführen, werden auf die so genannte eID-Technologie zurückgreifen müssen. Hier besteht die Möglichkeit entweder einen eID-Server zu erwerben oder eID-Dienstleistungen in Anspruch zu nehmen. Für beide Optionen bietet die OpenLimit in Zusammenarbeit mit Siemens, Init oder Fujitsu Lösungen an. Die Erträge der Gesellschaft hängen dabei von den Transaktionsanzahlen ab, welche in den nächsten Jahren aufgrund der erwarteten höheren Akzeptanz zunehmen sollten. Es wird prognostiziert, dass bis zum Jahr 2013 rund 30 Mio. Bundesbürger den neuen Ausweis besitzen und benutzen.

Zum Leistungsangebot der Gesellschaft gehören zudem Digitalisierungs- sowie Langzeitspeicherungslösungen, die beide komplementär zur eID-Technologie zu sehen sind. Nicht zuletzt soll das künftige Unternehmenswachstum auch aus diesem Bereich kommen, für den bereits Partnerschaften und Großprojekte vermeldet werden konnten.

Fazit - Kurspotenzial von über 30 %

Die Gesellschaft hat die letzten Jahre dazu nutzen können, um sowohl die Strukturen als auch die Technologien für das erwartete Unternehmenswachstum zu schaffen. Mit der nun umgesetzten Einführung des elektronischen Personalausweises dürfte das Wachstum deutlich zulegen. Flankiert werden die eID-Technologien, die nur einen Teil des Leistungsspektrums der Gesellschaft darstellen, von Lösungen zur Digitalisierung und Langzeitspeicherung, für die bereits die ersten Großaufträge gewonnen wurden. Da ein Teil dieser Großaufträge im laufenden Geschäftsjahr noch umsatzwirksam werden, erwarten wir 2010 analog zu den Unternehmensaussagen eine Umsatzsteigerung in Höhe von 30,0 % auf 6,40 Mio. €. Das operative Ergebnis (EBIT) dürfte mit 0,01 Mio. € in etwa ausgeglichen sein. Die ersten signifikanten Umsatzauswirkungen aus der Einführung des neuen Personalausweises sehen wir im kommenden Geschäftsjahr 2011 und prognostizieren ein Umsatzwachstum in Höhe von 40,0 % auf 8,96 Mio. €. Das erwartete EBIT in Höhe von 1,27 Mio. € (EBIT-Marge: 10,9 %) schätzen wir ebenfalls als gut erreichbar ein. Auf lange Sicht sollten sogar EBIT-Margen von über 30,0 % erzielbar sein, da der Großteil der Umsatzsteigerung transaktionsbedingt ist und daher keine proportionale Kostenentwicklung benötigt.

Auf Basis der Prognosen des kommenden Geschäftsjahres 2011 ist das KGV mit über 30 noch als recht hoch anzusehen. Dieses KGV wird jedoch dem künftigen Unternehmenswachstum nicht gerecht. Darüber hinaus bewerten wir die Bilanzstruktur mit einer EK-Quote von 94,1 % und dem Fehlen jeglicher Finanzverbindlichkeiten als sehr solide. Das weitere Kurspotenzial der OpenLimit-Aktie sehen wir in Folge bei über 30 %.

Kurspotenzial: >10 %

aktueller Kurs: 17,66
3.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0Z1JH9

WKN: A0Z1JH

Börsenkürzel: PSAN

Aktienanzahl³: 15,697

Marketcap³: 277,21
EnterpriseValue³: 288,00
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 51,3 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

PSI AG ^{*5}

Unternehmensprofil

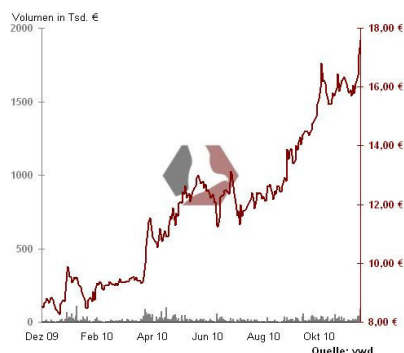
Branche: Software

Fokus: Energiemanagement,
Produktionsmanagement,
Infrastrukturmanagement
Mitarbeiter: 1407 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1969

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Harald Schrimpf, Armin Stein



Die PSI AG entwickelt und integriert Softwarelösungen und komplette Systeme für Energieversorger, Industrie und Infrastrukturbetreiber. PSI zählt in Europa zu den führenden unabhängigen Lösungsanbietern für die Prozesssteuerung und Überwachung komplexer Netzinfrastrukturen bei Energieversorgern (Elektrizität, Gas, Öl, Wärme, Wasser). In der Stahlindustrie, dem Maschinen- und Anlagenbau, der Automobilindustrie und Logistik stellen Branchenlösungen der PSI die optimale Unterstützung unternehmensinterner und -übergreifender Produktionsprozesse sicher. Leittechnische Anwendungen der PSI sorgen für die optimierte Prozesssteuerung bei Unternehmen und Organisationen aus den Bereichen Verkehr, Telekommunikation, Sicherheit, Umwelt- und Katastrophenschutz. PSI ist an elf deutschen und 18 internationalen Standorten in Europa, Asien und Amerika vertreten.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	128,85	146,99	161,00	173,25
EBITDA	8,87	11,45	14,00	17,23
EBIT	6,23	7,81	10,00	14,73
Jahresüberschuss	4,14	6,60	7,23	11,03

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,34	0,46	0,46	0,70
Dividende je Aktie	0,00	0,21	0,23	0,35

Kennzahlen				
EV/Umsatz	2,18	1,96	1,79	1,66
EV/EBITDA	31,61	25,16	20,57	16,72
EV/EBIT	45,00	36,86	28,80	19,55
KGV	66,96	41,98	38,37	25,13
KBV		4,18		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

09.12.2010: 10. MKK
15.03.2011: Veröffentlichung GJ-Bericht
26.04.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
29.04.2011: Hauptversammlung

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

6.11.2009: RG / 10,54 / KAUFEN
21.9.2009: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter
www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG,
Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

PSI AG**Geschäftsentwicklung 9M 2010 - weiterhin hohe Umsatz- und Ergebnisdynamik - Margen verbessert**

In den ersten neun Monaten 2010 entwickelte sich die PSI AG weiterhin dynamisch. Die Umsatzerlöse legten um 13,4 % auf 113,50 Mio. € zu. Dabei leistete das Segment Produktionsmanagement mit 48,73 Mio. € wie bereits im Vorjahreszeitraum den größten Umsatzbeitrag. Das stärkste relative Wachstum wurde jedoch im Bereich Infrastrukturmanagement ausgewiesen. Hier legten die Umsatzerlöse in den ersten drei Quartalen um +50 % auf 19,7 Mio. € zu. Hintergrund hierfür ist jedoch auch die Übernahme der malaysischen inControl Tech-Gruppe im Vorjahr.

Ergebnisseitig setzte sich die gute Entwicklung ebenfalls fort. So legte das EBIT um 16,9 % auf 5,43 Mio. € zu. Damit verbesserte sich das EBIT überproportional zu den Umsatzerlösen, was eine leichte Steigerung der EBIT-Marge von 4,6 % im Vorjahr auf 4,8 % zur Folge hatte. Dabei trugen insbesondere die Segmente Energiemanagement und Infrastrukturmanagement zu der Verbesserung bei. Im Segment Produktionsmanagement lag das EBIT mit 0,2 Mio. € deutlich unter den Erwartungen und dem Vorjahreswert von 1,7 Mio. €. Im Rahmen eines Pilotprojektes mit der RAG Deutsche Steinkohle wirken sich Aufwendungen in Höhe von rund 1,5 Mio. € belastend aus. Umsatzerlöse aus dem neuen Produkt für den Untertagebergbau sind hingegen erst im ersten Quartal des kommenden Jahres zu erwarten. Des Weiteren summierten sich die Abschreibungen aus der Kaufpreisallokation, insbesondere für die in 2009 übernommenen AIS und inControl, nach neun Monaten auf 1,2 Mio. €. Nicht zuletzt machte sich in den ersten neun Monaten bemerkbar, dass während der weltweiten Wirtschaftskrise akquirierte Projekte nun abgeschlossen wurden und diese einen entsprechend niedrigeren Margenbeitrag leisteten.

Der operative Cashflow lag mit 4,87 Mio. € auf einem sehr hohen Niveau und erreichte nahezu die Größenordnung des EBIT. Dies zeigt deutlich die weiterhin hohe Ergebnisqualität der PSI AG.

Ausblick - Prognosen für 2010 bestätigt - Erneut deutlicher Margensprung in 2011 erwartet

Mit den Neunmonatszahlen bestätigte die PSI AG die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2010. Demnach geht das Unternehmen weiterhin von Umsatzerlösen in Höhe von rund 160 Mio. € und einem EBIT von mindestens 10 Mio. € aus. Dies impliziert eine erwartete EBIT-Marge von 6,3 %, was nicht nur einer Steigerung gegenüber den ersten neun Monaten entspricht, sondern auch gegenüber dem Geschäftsjahr 2009. Dabei ist zu beachten, dass in der Prognose einmalige Sonderaufwendungen aus den Abschreibungen aus der Kaufpreisallokation sowie den Aufwendungen aus dem Pilotprojekt in Höhe von rund 3 Mio. € enthalten sind.

Für das Geschäftsjahr 2011 gehen wir davon aus, dass Lizenzumsätze aus der Vermarktung des neuen Produktes für den Untertagebergbau zu deutlichen verbesserten Umsätzen und Ergebnissen im Segment Produktionsmanagement führen sollte. Insgesamt sollte die PSI in 2011 damit Umsatzerlöse in Höhe von 173,25 Mio. € erzielen, was einem erneuten Wachstum von 7,6 % entspricht. Beim EBIT gehen wir für 2011 davon aus, dass eine Größenordnung von 14,73 Mio. € erreicht werden kann, was einer EBIT-Marge von dann 8,50 % entspricht. Alleine durch das Entfallen von Abschreibungen aus Kaufpreisallokation und Aufwendungen für das Pilotprojekt sollte ein positiver Ergebniseffekt von rund 3 Mio. € entstehen. Auch das Auslaufen margenschwacher Projekte wird einen ergebniserhöhenden Effekt haben.

Mittelfristig gesehen ist die Ziel-EBIT-Marge von 10 % damit in greifbare Nähe gerückt und sollte schon 2012 erreicht werden können. Neben den guten Aussichten für das neue Produkt für den Untertagebergbau, für welches schon mehrere Anfragen vorliegen, sollte auch das Thema Smart Grid in den kommenden Jahren bestimmend sein. Der steigende Anteil erneuerbarer Energien macht z.B. eine stärkere Automatisierung der Stromnetze notwendig, wofür PSI über entsprechende Lösungen verfügt.

Fazit - Solide Bilanz und starke Kapitalrenditen rechtfertigen ambitionierte Bewertung der Aktie

Die bilanzielle Situation der PSI AG ist weiterhin sehr solide. So beträgt die Eigenkapitalquote 44,4 % und die verzinslichen Darlehen belaufen sich auf insgesamt 3,18 Mio. €. Demgegenüber sind liquide Mittel in Höhe von 18,93 Mio. € vorhanden.

Nach dem starken Kursanstieg der letzten Monate ist das Bewertungsniveau der PSI AG inzwischen ambitioniert. So beläuft sich das Kurs-Buchwert-Verhältnis auf 4,1 und das 2011er Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt auf Basis unserer Schätzungen bei 25. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die PSI AG auch während der Krise hinweg eine sehr starke Entwicklung aufzeigte und Umsatzerlöse und Ergebnisse steigerte. Auch jetzt, mit der allgemeinen konjunkturellen Erholung, entwickelt sich das Unternehmen weiterhin gut und verbessert die Ergebnisse und Ergebnisqualität stetig. Auf Sicht des Geschäftsjahres 2010 sollte eine Kapitalrendite von (ROCE) von über 30 % erzielt werden können. In den kommenden zwei Geschäftsjahren könnte diese Kenngröße mit erhöhten Margenniveaus nochmals höher ausfallen. Daher bestätigen wir für die PSI AG unser Rating KAUFEN und sehen ein weiteres Potenzial für die Aktien von rund 15 %.

SEVEN PRINCIPLES AG

Kurspotenzial: >30 %

aktueller Kurs: 5,29
1.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005941546

WKN: 594154

Börsenkürzel: T3T

Aktienanzahl³: 4,028

Marketcap³: 21,31
EnterpriseValue³: 17,79
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 50,0 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT

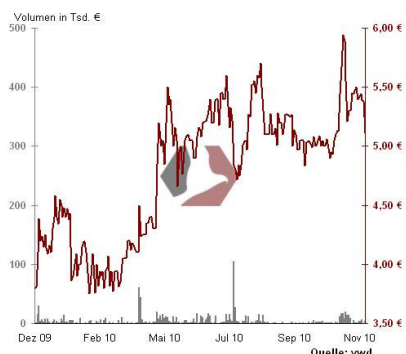
Fokus: IT-Beratung

Mitarbeiter: 523 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1998

Firmensitz: Köln

Vorstand: Jens Harig, Ulrich Trinkaus



Die SEVEN PRINCIPLES AG mit Sitz in Köln ist eine international agierende Unternehmensberatung mit IT-Fokus und Anbieter innovativer Lösungen und Services. Die Leistungen der Gruppe fokussieren auf Strategien zur Wertsteigerung im Unternehmen und zur effizienteren Nutzung der Informationstechnologie. Es werden dabei insbesondere Themen in den Bereichen Organisation und Prozesse, Produkt- und Projektmanagement, Enterprise Application Integration, SAP Consulting sowie Test und Qualitätssicherung abgedeckt. Die Gesellschaft verfügt über tiefgehende Kompetenzen für mobile Lösungen. Dazu gehören unter anderem Agenturleistungen wie z.B. Mobile Marketing, Mobile Advertising als auch Themen wie Mobile Device Management und Mobile Support. Die SEVEN PRINCIPLES AG ist heute einer der führenden Anbieter von IT-Services im Telekommunikationsmarkt und adressiert auch die Branchen Energie, Finanzen, Logistik und Automotive. SEVEN PRINCIPLES beschäftigt derzeit in Deutschland, der Schweiz und Großbritannien mehr als 500 Mitarbeiter.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	59,11	65,91	77,00	82,00
EBITDA	1,07	2,64	3,91	4,46
EBIT	0,16	1,61	3,19	3,76
Jahresüberschuss	0,39	0,77	2,18	2,60

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,11	0,21	0,54	0,64
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,35	0,27	0,23	0,22
EV/EBITDA	19,28	6,75	4,55	3,99
EV/EBIT	128,91	11,04	5,58	4,73
KGV	54,63	27,85	9,77	8,20
KBV		1,43		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
08.12.2010: 10. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
21.9.2009: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter
www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG,
Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

SEVEN PRINCIPLES AG

Geschäftsentwicklung 9M 2010 - Quartalsumsatz erstmalig über 20 Mio. €

Die SEVEN PRINCIPLES AG profitierte in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010 von einer hohen Nachfrage sowohl bei Bestands- als auch Neukunden und konnte gegenüber dem IT-Markt ein überproportionales Wachstum verzeichnen. Die Umsatzerlöse konnten in den ersten neun Monaten 2010 um 16,9 % auf 57,35 Mio. € deutlich gesteigert werden. Rund 70 % (VJ: 75 %) der Umsätze entfielen dabei auf die Branche Telekommunikation. Insgesamt konnte die Gesellschaft rund 60 Neukunden im bisherigen Jahresverlauf gewinnen. Im abgelaufenen dritten Quartal 2010 lag der Umsatz mit 20,51 Mio. € erstmalig über der Schwelle von 20 Mio. €, was gleichzeitig einen Umsatzrekord auf Quartalsebene darstellt. Gegenüber dem Vorjahresquartal konnten die Umsätze im dritten Quartal 2010 damit um 26,6 % signifikant gesteigert werden. Die dynamische Umsatzentwicklung ging einher mit der Einstellung von rund 100 neuen Mitarbeitern auf nun rund 520.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte ebenfalls deutlich verbessert werden. Die EBITDA-Marge erhöhte sich von 3,12 % in 2009 auf 5,13 % nach den ersten drei Quartalen 2010, so dass sich das EBITDA auf 2,94 Mio. € (VJ: 1,53 Mio. €) belief. Im dritten Quartal 2010 lag die EBITDA-Marge bei hervorragenden 6,78 %. Mit einem EBITDA in Höhe von 1,39 Mio. € konnte SEVEN PRINCIPLES hier einen weiteren Rekordwert erreichen. Das operative Ergebnis beinhaltet dabei keinerlei Sondereffekte und ist rein auf das operative Geschäft zurückzuführen. Unter Berücksichtigung von Abschreibungen in Höhe von 0,55 Mio. €, eines annähernd ausgeglichenen Finanzergebnisses sowie einer Konzernsteuerquote von 31,7 % belief sich der Periodenüberschuss auf 1,58 Mio. € (VJ: 0,82 Mio. €).

Ausblick und Bewertung - Erfolgreiche Kapitalerhöhung verbessert die Bilanzrelationen

Dank der im November 2010 erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung haben sich die bilanziellen Relationen von SEVEN PRINCIPLES weiter verbessert. Im Rahmen der Kapitalmaßnahme floss der Gesellschaft ein Bruttoemissionserlös von mehr als 2,2 Mio. € zu. Bereits vor der Kapitalerhöhung waren die finanziellen Verhältnisse mit einer Eigenkapitalquote von über 50 % und einer positiven Nettoliquidität als gesund zu bezeichnen. Allerdings hatte das dynamische Wachstum in den ersten neun Monaten 2010 auch einen höheren Working Capital Bedarf zur Folge, so dass der operative Cash Flow mit -2,20 Mio. € negativ ausfiel. Vor dem Hintergrund des bereits in Aussicht gestellten Umsatzwachstums im kommenden Geschäftsjahr 2011 und den damit erwarteten einhergehenden weiteren Anstieg des Working Capitals werten wir die zusätzliche Stärkung der Eigenkapitalbasis als strategisch sinnvoll.

Wir gehen davon aus, dass sich der positive Trend sowohl im Schlussquartal 2010 als auch im kommenden Geschäftsjahr 2011 fortsetzt. Für das Gesamtjahr 2010 rechnen wir mit Umsätzen auf Konzernebene von 77,00 Mio. €, was einem Zuwachs von 16,8 % gegenüber 2009 entspricht. Das EBITDA für 2010 sehen wir bei 3,91 Mio. € bzw. die EBITDA-Marge bei 5,08 %. Die derzeitige EBITDA-Prognose von 3,80 Mio. € sollte damit nach unserer Einschätzung leicht übertroffen werden können. Bei erwarteten Abschreibungen von 0,72 Mio. € sowie einer Steuerquote von 30 % sollte der Jahresüberschuss für 2010 bei 2,18 Mio. € liegen. Für die Berechnung des Gewinn je Aktie (EPS) haben wir die nach der Kapitalerhöhung ausstehende Aktienanzahl von 4,03 Mio. berücksichtigt. Folglich liegt der Gewinn je Aktie für das laufende Geschäftsjahr 2010 erwartungsgemäß bei 0,54 €.

Nach der eindrucksvollen operativen Entwicklung in den letzten Quartalen sind wir zuversichtlich, dass der Schwung auch ins kommende Geschäftsjahr 2011 mitgenommen werden kann. Unsere Umsatzschätzung für 2011 sieht einen weiteren Anstieg um 6,5 % auf dann 82,00 Mio. € vor. Die EBITDA-Marge sollte in 2011 leicht ansteigend auf 5,44 % verlaufen. Dieser Wert ist im Branchenvergleich als durchschnittlich zu beschreiben und sollte daher auch gut zu erreichen sein. Das EPS für 2011 erwarten wir bei 0,64 €.

Fazit - Weiteres Wachstum in 2011 erwartet; KGV für 2011 bei unter 9

Die operative Entwicklung der SEVEN PRINCIPLES AG ist als durchaus bemerkenswert zu charakterisieren. So gelang es der Gesellschaft in den vergangenen 7 Quartalen stets ein positives EBITDA zu erzielen. Dies ging einher mit einer kontinuierlichen Verbesserung der Ergebnisqualität und einer beständig gestiegenen EBITDA-Marge. Der Umsatzzuwachs von knapp 17 % liegt deutlich über dem Marktwachstum und ist auf eine gute Auslastungsquote der Beratungsmannschaft aufgrund einer erfolgreichen Neukundengewinnung sowie einer hohen Nachfrage von Bestandskunden zurückzuführen. Die beständige Ertragshistorie folgt damit unserer Einschätzung, dass sich der Wahrnehmungsgrad der SEVEN PRINCIPLES AG im Rahmen von Ausschreibungen bei Großprojekten in den letzten beiden Jahren erheblich erhöht hat.

Die aktuelle Bewertung der Gesellschaft erscheint in unseren Augen auch nach dem jüngsten Kursanstieg weiterhin attraktiv. Die Gesellschaft ist mit einer Eigenkapitalquote von über 50 % bilanziell gut aufgestellt. Bei einer nunmehr ausstehenden Aktienanzahl von 4,03 Mio. beläuft sich das KGV für 2011 auf rund 8,4. Damit ist Aktie weiterhin attraktiv bewertet und wir sehen ein Potential von mehr als 30 %.

SHS VIVEON AG *5,7

Kurspotenzial: >20 %

aktueller Kurs: 10,79
3.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0XFWK2

WKN: A0XFWK

Börsenkürzel: SHW

Aktienanzahl³: 1,000

Marketcap³: 10,79
EnterpriseValue³: 9,86
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 50,0 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT

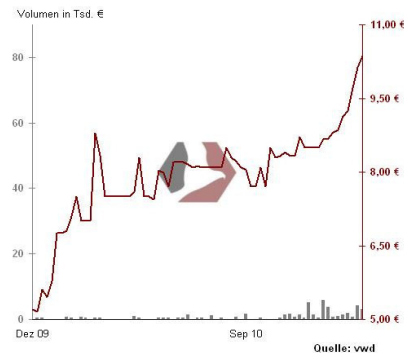
Fokus: Business- und IT-Beratung für
Kundenrisiko- und Kundenwertmanagement

Mitarbeiter: 181 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Stefan Gilmozzi



SHS VIVEON AG ist ein europaweit agierendes Business- und IT-Beratungsunternehmen für Customer Management Lösungen. Zusammen mit der Tochtergesellschaft GUARDEAN GmbH, ein Anbieter von Software-Produkten für effizientes Customer Risk Management, bietet das Unternehmen marktführende Expertise im Customer Value und Customer Risk Management. Die Kernkompetenzen umfassen alle Themen, die für die Umsetzung eines erfolgreichen Customer Managements entscheidend sind: Customer Analytics, Customer Interaction und Application Management sowie Business Intelligence und Data Warehouse. GUARDEAN integriert und beschleunigt alle risikorelevanten Prozesse wie Informationsbeschaffung, Antragsmanagement, Debitorenüberwachung bis hin zum Forderungsmanagement. Mit mehr als 200 Kunden in 15 Ländern zählt die SHS VIVEON Gruppe zu Europas führenden Anbietern im Customer Management. Die Unternehmensgruppe ist mit zwei Tochtergesellschaften an acht Standorten in drei europäischen Ländern präsent: GUARDEAN GmbH und SHS VIVEON Schweiz AG.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	25,99	25,34	21,50	24,00
EBITDA	1,03	0,89	1,75	2,02
EBIT	-2,99	0,42	1,33	1,62
Jahresüberschuss	-15,02	-2,61	0,93	1,29

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-18,94	-3,29	0,93	1,29
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,51	0,39	0,46	0,41
EV/EBITDA	12,81	11,08	5,63	4,88
EV/EBIT	-4,41	23,70	7,41	6,09
KGV	neg.	neg.	11,56	8,35
KBV		3,28		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
09.12.2010: 10. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
17.11.2010: RS / 14,70 / KAUFEN
4.3.2010: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter
www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG,
Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

SHS VIVEON AG

Geschäftsentwicklung 9M 2010 - EBITDA-Marge im dritten Quartal 2010 bei fast 10 %

In den ersten neun Monaten 2010 erzielte SHS VIVEON Umsätze von 16,00 Mio. € (VJ: 18,46 Mio. €). Dies entspricht einem Rückgang von 13,7 %. Die Leistung ging von 18,68 Mio. € in 2009 auf 15,81 Mio. € in 2010 zurück. Diese Reduktion erklärt sich vor allem durch den Bereich Consulting. Zwar konnte die Auslastung der Mitarbeiter gesteigert werden, allerdings schlug hier die deutlich geringere Mitarbeiterzahl in Verbindung mit leicht gesunkenen Tagessätzen zu Buche. Die Umsätze des Produktgeschäftes sollten nach den ersten drei Quartalen 2010 mit rund 3 Mio. € in etwa auf dem Vorjahresniveau gelegen haben.

Dank der schlankeren Kostenstruktur erfuhr das EBITDA einen erheblichen Anstieg. Dieses belief sich nach den ersten neun Monaten 2010 auf 1,29 Mio. € gegenüber 0,36 Mio. € im Vorjahr, was einer EBITDA-Marge von 8,14 % (VJ: 1,92 %) gleichkommt. Damit gelang es der SHS VIVEON das sechste Quartal in Folge positiv abzuschließen. Im dritten Quartal 2010 erreichte die EBITDA-Marge mit 9,6 % zudem einen neuen Höchstwert. Die stetige Verbesserung der Margensituation ist für uns das Resultat einer guten Auslastungsquote der Beratungsmannschaft in Verbindung mit den vorgenommenen Einsparmaßnahmen im administrativen und operativen Bereich.

Das Finanzergebnis lag nach den ersten drei Quartalen 2010 bei -0,30 Mio. € (VJ: -0,42 Mio. €). Im dritten Quartal 2010 wurden die positiven Effekte aus der vorzeitigen Rückführung der Wandelschuldverschreibung sichtbar. Hier lag das Finanzergebnis bei nur -0,07 Mio. € und damit deutlich verbessert gegenüber den Vorquartalen. Aufgrund der noch vorhandenen Verlustvorträge fielen fast keine Ertragssteuerzahlungen an. Der Jahresüberschuss betrug 0,76 Mio. € (VJ: -1,83 Mio. €), was bei einer ausstehenden Aktienanzahl von 1,0 Mio. einem EPS von 0,76 € entspricht. Im dritten Quartal belief sich das EPS auf 0,34 €.

Ausblick und Bewertung - In 2010 Fokus auf Profitabilität; ab 2011 wieder Wachstum zu erwarten

Vor dem Hintergrund des erfreulichen neun Monatsergebnisses 2010 und der guten Auftragssituation gehen wir davon aus, dass sich der positive Trend des operativen Geschäfts im Schlussquartal 2010 unverändert fortsetzt. Für das Gesamtjahr erwarten wir Umsätze von 21,50 Mio. €. Damit sollte das Schlussquartal auf der Umsatzseite mit rund 5,50 Mio. € geringfügig höher ausfallen als die einzelnen drei Quartale in 2010. Die Gesellschaft wird in 2010 trotz der gesunkenen Umsatzbasis einen deutlichen Margenanstieg verzeichnen können, zumal der Fokus im laufenden Jahr auf die Verbesserung der Profitabilität gerichtet ist. Das Ziel Umsatzwachstum zu generieren, soll ab dem kommenden Jahr 2011 wieder konsequent verfolgt werden. Das EBITDA sehen wir bei 1,75 Mio. €. Damit liegt die EBITDA-Marge bereits wieder bei hervorragenden 8,14 %. Unter Berücksichtigung der Abschreibungen von -0,42 Mio. € sowie einem Finanzergebnis von -0,35 Mio. € sollte das EBT in 2010 bei 1,21 Mio. € liegen. Bei einer Steuerquote von 15,0 % sowie einem außerordentlichen Ertrag von 0,11 Mio. € rechnen wir für 2010 mit einem EPS von 0,93 €.

Für 2011 erwarten wir, dass SHS VIVEON wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren wird. Dabei sollte das Wachstum von allen drei Geschäftseinheiten mitgetragen werden. Für den Konzern rechnen wir mit einem Umsatzzuwachs um 11,6 % auf 24,00 Mio. €. Als Wachstumstreiber sollten sich die GUARDEAN und die SHS VIVEON Schweiz erweisen. Infolge des Ausbaus des direkten Vertriebs sowie des Partnergeschäfts sehen wir bei der GUARDEAN einen Umsatzzuwachs auf 5,0 Mio. €. Eine deutliche Verbesserung ist zudem beim Finanzergebnis zu erwarten. Das Finanzergebnis dürfte nach unserer Schätzung in 2011 mit -0,10 Mio. € nur noch leicht negativ ausfallen. Allein dadurch wird sich das EPS nach unserer Schätzung im kommenden Geschäftsjahr 2011 um knapp 0,20 € erhöhen.

Fazit - Restrukturierung der Passivseite abgeschlossen; KGV für 2011 von rund 7 erscheint attraktiv

Die SHS VIVEON AG erzielte seit nunmehr sechs aufeinanderfolgenden Quartalen positive operative Ergebnisse. Die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen haben ihre Wirkung auf die Kostenstrukturen nicht verfehlt und maßgeblich mit dazu beigetragen, dass die Gesellschaft nachhaltig in die Gewinnzone zurückgekehrt ist. Im dritten Quartal 2010 lag die EBITDA-Marge mit knapp 10 % auf einem sehr anständigen Niveau.

Ein weiterer Meilenstein konnte im Jahresverlauf 2010 mit der Restrukturierung der Passivseite erreicht werden. In diesem Zusammenhang ist vor allem die vorzeitige, vollständige Rückführung der Wandelschuldverschreibung zu nennen. Dies gelang durch eine Kombination aus einem positiven freien Cash Flow, aus einer Eigenkapitalerhöhung sowie durch die Gewährung eines Gesellschafterdarlehens. Die Eigenkapitalquote belief sich per Ende September 2010 bereits wieder auf komfortable 40 % und die Gesellschaft kann zudem eine positive Nettoliquidität vorweisen.

Mit einem 2010er und einem 2011er KGV von unter 12 respektive rund 8 erachten wir die Bewertung der Gesellschaft als attraktiv. Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2011 ein Kursziel für die Aktie der SHS VIVEON in Höhe von 14,70 € ermittelt. Ausgehend von den aktuellen Kursen sehen wir somit noch Kurspotential über 20 % für die Aktie der SHS VIVEON AG.

Softline AG ^{*5}

Kurspotenzial: >20 %

aktueller Kurs: 3,30

3.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CSBR6

WKN: A1CSBR

Börsenkürzel: SFD1

Aktienanzahl³: 8,600

Marketcap³: 28,38

EnterpriseValue³: 26,38

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 43,1 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
CBS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT

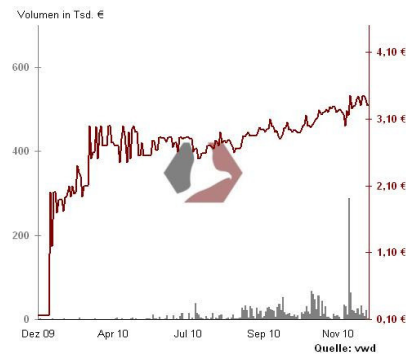
Fokus: IT-Services

Mitarbeiter: 120 Stand: 20.8.2010

Gründung: 1983

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Knut Löschke, Christoph Harvey



Die Softline AG ist eine börsennotierte Beteiligungsholding mit Fokus auf den IT-Markt. Die Aufgabe der Holding besteht vor allem in der Bereitstellung einer ausreichenden Kapitalstärke für die Tochtergesellschaften, in der strategischen Führung der Gruppe und in der Kapitalmarktkommunikation. Seit 2010 zählen die Softline Solutions GmbH und die Prometheus GmbH zur Softline Gruppe. Im Fokus der von Softline Solutions angebotenen Dienstleistungen steht dabei das Konzept des „Cloud Computing“. Softline Solutions will sich hier als ein führender Anbieter von IT-Infrastrukturen, die jeweils dynamisch an die Erfordernisse von Geschäftsprozessen der Anwender angepasst werden, etablieren. Weitere Schwerpunkte liegen auf den Bereichen Software Asset Management, Multivendor Premier Support, IT-Infrastruktur-Consulting, Managed Services und Software-Lizenzberatung. Prometheus ist ein IT-Dienstleister für IT-Dienstleister, wie Hard- und Softwarehersteller und Systemhäuser, und besonders auf die Bereitstellung von Ressourcen spezialisiert. Im Rahmen einer Buy-and-Build Strategie soll zudem die Expansion in das europäische Ausland vollzogen werden.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	19,43	0,45	10,00	45,00
EBITDA	-1,05	-0,69	-2,12	3,07
EBIT	-1,36	-0,70	-2,24	2,80
Jahresüberschuss	-1,60	-0,71	-2,20	2,59

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,19	-0,17	-0,51	0,30
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,36	58,62	2,64	0,59
EV/EBITDA	-25,12	-38,23	-12,44	8,59
EV/EBIT	-19,40	-37,69	-11,78	9,42
KGV	neg.	neg.	neg.	10,94
KBV		4,73		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

09.12.2010: 10. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

27.10.2010: RS / 3,92 / KAUFEN

25.8.2010: RS / 3,92 / KAUFEN

2.3.2010: RS / 2,82 / KAUFEN

27.1.2010: RS / 2,65 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Softline AG

Geschäftsentwicklung 9M 2010 - Neues Kapital für Umsetzung der Wachstumsstrategie

Anfang Oktober 2010 vermeldete die Softline AG, dass bereits die zweite Kapitalmaßnahme in 2010 erfolgreich durchgeführt wurde. Im Rahmen der Kapitalerhöhung wurden insgesamt 4,30 Mio. neue Aktien zu einem Bezugspreis von 2,85 € ausgegeben. Der Bruttoemissionserlös aus der zweiten Kapitalmaßnahme beläuft sich somit auf 12,255 Mio. €. Die Anzahl der nunmehr ausstehenden Aktien hat sich in der Folge auf 8,60 Mio. erhöht. Die Großaktionäre der Softline AG haben sich in vollem Umfang an der Kapitalmaßnahme beteiligt und bringen somit ihr Vertrauen in die weitere operative Entwicklung der Gesellschaft zum Ausdruck.

Mit den zufließenden Mitteln hat sich die Eigenkapitalbasis der Softline AG nochmals deutlich verbessert, nachdem bereits im Februar 2010 eine Kapitalerhöhung über rund 6 Mio. € erfolgreich umgesetzt werden konnte. Die liquiden Mittel sollen vor allem dem Ziel dienen, in den kommenden Jahren eine konsequente und nachhaltige **Buy-and-Build-Strategie** zu verfolgen und sich als ein internationaler IT-Dienstleister in Europa zu etablieren. Mit der nunmehr ausgezeichneten Liquiditätssituation ist die Softline AG bestens gerüstet, die eingeschlagene Strategie konsequent umzusetzen und die geplanten Akquisitionen zu finanzieren.

Ausblick und Bewertung - Gründung der ersten ausländischen Tochtergesellschaft in den Niederlanden

Ein erster Schritt im Rahmen der Wachstumsstrategie wurde bereits kurz nach Abschluss der Kapitalmaßnahme vollzogen. Durch die Neugründung der **Softline Solutions Netherlands B. V.** im Oktober 2010 erfolgte die geographische Expansion in die Niederlande. Die Softline Solution Netherlands B. V. ist zudem die erste ausländische Tochtergesellschaft in der Softline-Gruppe. Der operative Fokus der Gesellschaft ist auf IT-Services mit den Schwerpunkten Software Asset Management (SAM) und IT-Infrastruktur gerichtet. Derzeit sind 10 Mitarbeiter bei der niederländischen Tochtergesellschaft beschäftigt.

Wir gehen davon aus, dass bis zum Jahresende noch weitere Akquisitionen respektive Neugründungen getätigt werden. Geplant ist hierbei die Erschließung neuer Absatzmärkte in Europa über Akquisitionen oder Neugründungen. Diesbezüglich laufen bereits Gespräche mit potentiellen Übernahmekandidaten.

Unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 haben wir unverändert gelassen. Die Umsatzerlöse für 2010 und 2011 sehen wir weiterhin bei 10,00 Mio. € sowie 45,00 Mio. €. Der deutliche Umsatzzuwachs im kommenden Jahr 2011 erklärt sich dabei durch das anorganische Wachstum sowie den erwarteten deutlichen Umsatzanstieg der Tochtergesellschaft Softline Solutions GmbH. Beim Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) rechnen wir für die beiden Geschäftsjahre 2010 und 2011 unverändert mit -2,24 Mio. € bzw. 2,80 Mio. €.

Fazit - Zügige Umsetzung der Expansionsstrategie erwartet

Durch die erfolgreiche Kapitalmaßnahme hat die Softline AG die finanziellen Voraussetzungen geschaffen, die anorganische Wachstumsstrategie und damit die einhergehende internationale Expansion zügig umzusetzen. Diese Umsetzung erfolgte in einem ersten Schritt mit der Neugründung einer Tochtergesellschaft in den Niederlanden. Des Weiteren befindet sich die Gesellschaft bereits in aussichtsreichen Gesprächen mit möglichen Übernahmekandidaten. Wir sind zuversichtlich, dass bis zum Jahresende 2010 der erfolgreiche Abschluss von Akquisitionen verkündet werden kann und so die Wachstumsstrategie realisiert wird.

Unsere Schätzungen für die beiden Geschäftsjahre 2010 sowie 2011 haben wir unverändert gelassen. Das signifikante Umsatzwachstum auf dann 45,00 Mio. € im kommenden Geschäftsjahr 2011 lässt sich dabei sowohl auf das anorganische Wachstum als auch auf die erwartete Umsatzsteigerung bei der Tochtergesellschaft Softline Solutions GmbH zurückführen. Das erwartete 2011er KGV beträgt bei dem derzeitigen Aktienkurs von 3,20 € lediglich 5,7 und ist als attraktiv einzustufen.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis 2011 ein Kursziel für die Aktie der Softline AG in Höhe von 3,92 € ermittelt. Auf der Grundlage des aktuellen Aktienkurses sowie unter Berücksichtigung einer insgesamt ausstehenden Aktienanzahl von nunmehr 8,60 Mio. errechnet sich ein Kurspotential für die Aktie der Softline AG von über 20 %. Somit stufen wir die Aktie der Softline AG weiterhin mit dem Rating Kaufen ein.

Syzygy AG ^{*5}

Kurspotenzial: >30 %

aktueller Kurs: 3,37
3.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

Aktienanzahl³: 12,828

Marketcap³: 43,23
EnterpriseValue³: 22,30
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 64,3 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
HSBC T. & B.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Medien

Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 232 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Frank Wolfram, Andy
Stevens



Syzygy ist eine europäische Agenturgruppe für interaktives Marketing. Der Konzern besteht aus der Syzygy AG als geschäftsführende Holding sowie den sechs Tochtergesellschaften, die als operative Einheiten das Beratungs- und Dienstleistungsgeschäft ausüben. Dem Konzernkreis gehören folgende Tochtergesellschaften an: Syzygy Deutschland GmbH, Syzygy UK Ltd., unquedigital GmbH, Unique Digital Marketing Ltd., Mediopoly Ltd. sowie das Design Studio Hi-ReS! London Ltd. 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. Zu den Kunden gehören unter anderen die Deutsche Bank, AVIS, Chanel, Commerzbank, Daimler, Fleurop, Littlewoods, Mazda, Telefónica O2 Germany, ZDF und Jägermeister.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	31,71	28,83	28,30	32,35
EBITDA	5,86	4,27	4,54	5,27
EBIT	5,16	3,56	3,82	4,54
Jahresüberschuss	3,63	3,33	3,55	4,18

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,28	0,26	0,28	0,33
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,20	0,20

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,53	0,77	0,79	0,69
EV/EBITDA	2,85	5,23	4,91	4,23
EV/EBIT	3,24	6,27	5,84	4,91
KGv	11,91	12,98	12,18	10,35
KBV		1,21		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

08.12.2010: 10. MKK
31.03.2011: Veröffentlichung GJ-Bericht
28.04.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
27.05.2011: Hauptversammlung

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

5.11.2010: RS / 4,98 / KAUFEN
4.8.2010: RS / 4,98 / KAUFEN
4.5.2010: RS / 5,00 / KAUFEN
13.4.2010: RS / 5,00 / KAUFEN
6.11.2009: RG / 4,77 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter
www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG,
Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Syzygy AG

Geschäftsentwicklung 9M 2010—positive Impulse aus Deutschland; UK-Geschäft weiter belastet

Operativ zeigt die Syzygy AG im Verlauf des bisherigen Geschäftsjahres 2010 in der differenzierten Betrachtung nach Regionen eine gegenläufige Entwicklung auf. Innerhalb der ersten neun Monate 2010 erzielte die Gesellschaft um die Mediakosten für das Onlinemarketing bereinigte Nettoumsätze in Höhe von 20,84 Mio. €, die damit um 3,9 % unter dem Niveau des Vorjahres lagen (VJ: 21,68 Mio. €). Den wesentlichen Beitrag dazu leisteten sowohl das Design & Build- als auch das Onlinemarketing-Geschäft in Deutschland, das von einer unverändert hohen und dynamischen Investitionsbereitschaft von Kunden im Bereich der Internet-Werbung profitierte. Hier war die Syzygy AG in der Lage durch die Gewinnung von Neukunden die Nettoumsätze um 10,3 % auf 13,30 Mio. € (VJ: 12,05 Mio. €) zu steigern. Demgegenüber steht jedoch eine weiterhin unterdurchschnittliche Umsatzentwicklung in Großbritannien, welche besonders im margenstarken Design & Build-Geschäft Einbußen hinnehmen musste. Auf Basis der ersten neun Monate reduzierten sich in dieser Region die Umsätze um 27,8 % auf 7,97 Mio. € (VJ: 11,03 Mio. €).

Innerhalb der ersten neun Monate 2010 verzeichnete die Syzygy AG auf EBIT-Basis einen Rückgang in Höhe von 10,4 % auf 2,72 Mio. € (EBIT-Marge: 13,0 %). Im Vorjahr lag die entsprechende EBIT-Größenordnung bei 3,03 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 14,0 % gleichkommt. Dies ist als Auswirkung der bereits angesprochenen Umsatzschwäche des margenstarken Design & Build-Geschäftes in Großbritannien zu verstehen, wohingegen sich das EBIT in Deutschland als Folge der positiven Umsatzbasis auf einem hohen Niveau eingependelt hat.

Ausblick und Bewertung - Design & Build in UK sollte in Q4 zulegen

Auf Ergebnisbasis fielen die operativen Kennzahlen im dritten Quartal 2010 absolut im Rahmen unserer Erwartungen aus. Top-Line jedoch wird, vordergründig durch das schwache Geschäft in Großbritannien bedingt, eine Umsatzschwäche erkennbar. Diese haben wir zum Anlass genommen und unsere bisherigen Umsatzprognosen für das Geschäftsjahr 2010 um etwa 1 Mio. € nach unten hin angepasst. Andererseits sind wir zuversichtlich, dass die bisher prognostizierten Ergebnisse für 2010 weiterhin nahezu erreicht werden können. Als wichtigen Treiber dazu haben wir das margenstarke Geschäft in Großbritannien ausmachen können, welches im Jahresendquartal Q4 2010 aufgrund von zuvor verschobenen Kampagnen positiv beeinflusst sein dürfte. Hinzu kommt die Tatsache, dass laut Unternehmensangaben eine leichte Verbesserung der Investitionslage in UK zu beobachten ist. Vor diesem Hintergrund konnte mit der Barclays Bank ein wichtiger Neukunde hinzugewonnen werden. Das Geschäft in Deutschland dürfte auf dem bisher hohen Niveau fortgesetzt werden.

Insgesamt erwarten wir auf Gesamtjahresbasis Nettoumsätze in Höhe von 28,30 Mio. €. Aufgrund eines höheren Anteils an margenstarken Design & Build-Umsätzen in Großbritannien sehen wir ein 2010er EBIT in Höhe von 3,82 Mio. € mit einer EBIT-Marge von 13,5 % als realistisch an. Für das kommende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir, dass sowohl Deutschland als auch Großbritannien wieder einen positiven Beitrag leisten und damit dürfte es der Syzygy AG gut gelingen auch wieder große Vertragsabschlüsse zu vermelden. Demzufolge sehen wir eine Umsatzsteigerung von 10,0 % auf dann 32,35 Mio. € als realistisch an. Besonders als Folge eines wieder anziehenden margenstarken Design & Build-Geschäftes prognostizieren wir einen Anstieg der EBIT-Marge auf 14,1 % (EBIT: 4,54 Mio. €).

Fazit - Kurspotenzial höher als 30,0 %

Insgesamt haben wir für das laufende Geschäftsjahr 2010 eine leichte Umsatz- und damit auch Ergebnisanpassung vorgenommen. Das Ergebnis je Aktie belassen wir jedoch analog zu den Prognosen der Syzygy AG unverändert bei 0,28 €. Für das kommende Geschäftsjahr 2011 sehen wir ein noch deutliches Upside-Potenzial aus dem Großbritannien-Geschäft, so dass wir hier die bisherigen Erwartungen auch im Rahmen dieser Studie bestätigen.

Vor dem Hintergrund eines günstigen 2010er EV/EBITDA von 5,0 oder eines niedrigen KBV von 1,1 stufen wir die aktuellen Kursniveaus weiterhin als günstig ein. Diese moderate Bewertung wird auch durch ein hohes Kurspotenzial, zum von uns errechneten 2011er fairen Wert von 4,98 € unterstrichen. **Wir stufen die Syzygy AG daher mit dem Rating „KAUFEN“ ein und sehen in der Aktie eine attraktive Investmentchance.**

Kurspotenzial: >20 %

aktueller Kurs: 4,34
3.12.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,521

Marketcap³: 45,66

EnterpriseValue³: 32,85

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 26,8 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

USU Software AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Software

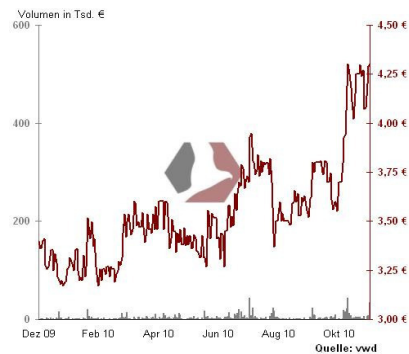
Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business

Mitarbeiter: 307 Stand: 30.9.2010

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 Business Service Management als neuartigen strategischen Ansatz für 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-Infrastruktur 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.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	33,98	34,05	37,90	44,18
EBITDA	2,29	2,55	3,75	5,30
EBIT	0,97	0,45	2,07	3,36
Jahresüberschuss	1,29	1,55	1,96	2,71

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,12	0,15	0,19	0,26
Dividende je Aktie	0,15	0,15	0,15	0,20

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,03	0,96	0,87	0,74
EV/EBITDA	15,29	12,90	8,76	6,20
EV/EBIT	36,17	72,52	15,85	9,78
KGV	35,29	29,54	23,28	16,86
KBV		1,00		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

09.12.2010: 10. MKK
24.03.2011: Veröffentlichung GJ-Bericht
19.05.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
30.06.2011: Hauptversammlung

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

1.12.2010: RS / 5,15 / KAUFEN
26.8.2010: RS / 5,15 / KAUFEN
12.7.2010: RS / 5,15 / KAUFEN
31.5.2010: RS / 4,64 / KAUFEN
31.3.2010: RS / 4,64 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

USU Software AG

Geschäftsentwicklung 9M 2010 - Rückkehr zum Umsatzwachstum ist geschafft worden

Die USU Software AG konnte im abgelaufenen dritten Quartal eine deutliche Steigerung der Umsätze vorweisen. Über alle Geschäftsbereiche hinweg verbesserten sich die Umsätze auf 9,86 Mio. € (Q3/09: 8,15 Mio. €) und lagen damit um 21,1 % deutlich oberhalb des vergleichbaren Vorjahresquartals. Nachdem die ersten zwei Quartale des laufenden Geschäftsjahres 2010 noch wesentlich unter dem Einfluss einer noch geringen Investitionsbereitschaft der USU-Kunden standen, wird wieder eine Verbesserung der Auftragsabwicklung ersichtlich. Deutlich wird dies an der unterjährigen Umsatzentwicklung, die von 7,54 Mio. € (Q1/10) auf 7,69 Mio. € (Q2/10) und auf den aktuellen Wert von 9,86 Mio. € (Q3/10) anstieg und damit eine steigende Tendenz aufweist. Auf 9-Monatsbasis erzielte die USU Software AG somit Umsätze in Höhe von 25,09 Mio. €, die um 1,1 % über dem Vorjahresniveau lagen (9M/09: 24,83 Mio. €). Dieser Anstieg lässt sich auf verschiedene Faktoren zurückzuführen, allen voran jedoch auf der Verbesserung des Unternehmenssegmentes „Produktgeschäft“, welches mit 6,77 Mio. € zu den Gesamtumsätzen beitrug. Im Wesentlichen dafür verantwortlich zeichnet sich die Aspera GmbH, der neu erworbene Spezialist für Lizenzmanagement, welcher im dritten Quartal 2010 erstmalig zum Umsatz der USU Software AG beitrug.

Die relative Umsatzstärke des margenstarken Produktsegments hat sich in den ersten neun Monaten überproportional positiv auf die Ertragsentwicklung der Gesellschaft ausgewirkt. Demnach verzeichnete die USU Software AG gegenüber dem Vorjahresquartal eine Verdoppelung des EBITDA auf 1,11 Mio. € (Q3/09: 0,55 Mio. €). Innerhalb der ersten neun Monate 2010 konnte das EBITDA von 1,36 Mio. € (9M/09) auf 1,41 Mio. € gesteigert werden.

Ausblick und Bewertung - Überdurchschnittliches Wachstum durch Akquisition erwartet

Die erfreuliche Entwicklung des dritten Quartals 2010, das insbesondere wieder von den positiven Impulsen aus dem Produktgeschäft gekennzeichnet war, ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. So profitierte die USU Software AG von einem allgemein freundlichen Brancheumfeld, welches speziell in den für die Gesellschaft wichtigen Teilbereichen „Software“ und „IT-Services“ eine erhöhte Investitionsbereitschaft aufzeigte. Auf der anderen Seite erhöhten die Umsätze der neu erworbenen Tochtergesellschaft Aspera GmbH im dritten Quartal 2010 erstmalig die Umsatzbasis der Gesellschaft. Unseres Erachtens dürfte sich der zusätzliche Beitrag der Aspera GmbH bei rund 1,00 Mio. € belaufen haben, eine Größenordnung, die in etwa den Quartalsumsätzen des Vorjahres entspricht. Die ersten Ergebnisbeiträge dürften erst im laufenden vierten Quartal erfolgen, da im dritten Quartal die gesamten Anschaffungs- und Nebenkosten aus dieser Akquisition in Höhe von 0,17 Mio. € ergebniswirksam erfasst wurden. Schließlich konnten aufgrund der Forcierung der Internationalisierungsstrategie der USU Software AG erneut Auslandsumsätze oberhalb der 1,00 Mio. €-Marke erzielt werden. Auch diese Umsätze sind ausschließlich dem Produktgeschäft zuzuordnen und daher besonders margenstark.

Als Folge des positiven Branchenumfeldes aber auch der ganzjährigen Umsatzauswirkung der Aspera GmbH sehen wir Umsätze für 2011 in Höhe von 44,18 Mio. € als eine realistische Größenordnung an. Das EBITDA in Höhe von 5,30 Mio. € (EBITDA-Marge: 12,0 %) ist ebenfalls gut erreichbar.

Fazit - Kurspotenzial von 20,0 %

Im abgelaufenen dritten Quartal 2010 konnte die USU Software AG den Turn-Around gut belegen. Nachdem die ersten zwei Quartale des laufenden Geschäftsjahres 2010 noch wesentlich unter dem Einfluss einer noch geringen Investitionsbereitschaft standen, konnten im dritten Quartal 2010 über alle Geschäftsbereiche hinweg die Umsätze deutlich verbessert werden. Insbesondere der höhere Beitrag des margenstarken Produktgeschäftes bewirkte eine Steigerung des EBITDA, welches sich auf Quartalsbasis auf 1,11 Mio. € (Q3/09: 0,55 Mio. €) verdoppelte. Die entsprechende EBITDA-Marge kletterte demzufolge ebenfalls deutlich von 6,7 % (Q3/09) auf 11,3 % (Q3/10). Reflektiert wird auch die aufgrund der Integration der Aspera GmbH gesteigerte operative Kostenbasis, die sich jedoch im Verhältnis zu den Umsätzen nur unterproportional entwickelt hatte.

Das bilanzielle Bild der USU Software AG ist weiterhin als sehr solide einzustufen. Im Wesentlichen veränderte dabei der Erwerb und die Vollkonsolidierung der neuen Tochtergesellschaft das langfristige Anlagevermögen, welches von 34,10 Mio. € um 29,0 % auf 44,01 Mio. € anstieg. Da zum Stichtag lediglich 51 % der Anteile an der Aspera GmbH erworben wurden, diese jedoch vollkonsolidiert wurde, verlängerte sich die Passivseite der Bilanz im Bereich des kurzfristigen Fremdkapitals vor allem aufgrund der noch ausstehenden Kaufpreiskomponenten auf 16,27 Mio. € (31.12.09: 7,34 Mio. €).

Auf Basis einer neuen Aktienzahl (KE in Höhe von 0,50 Mio. Stück) haben wir ein 2011er Kursziel von 5,15 € je Aktie ermittelt. Auf Grund des sich daraus ergebenden Kurspotenzials in Höhe von über 20,0 % bestätigen daher das Rating KAUFEN und sehen die USU Software AG weiterhin als attraktives Investment an.

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.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

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/>

Offenlegung

§ 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:

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
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-research.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.

Offenlegung

§ 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 Interessenskonflikte 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