



**Researchstudie (Update)**

## PIRONET NDH AG

**Segment ITK Outsourcing mit  
starkem Wachstum im 1. HJ 2012 -  
Schätzungen bestätigt -  
Kursziel leicht erhöht**

**Kursziel: 3,60 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

Fertigstellung: 12.9.2012

Erstveröffentlichung: 12.9.2012

**Pironet NDH AG <sup>\*5</sup>**

**Kaufen**

**Kursziel: 3,60**

aktueller Kurs: 2,50  
7.9.2012 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0006916406

WKN: 691640

Börsenkürzel: PNG

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 14,590

Marketcap<sup>3</sup>: 36,48

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 12,92

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 33,6 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

LBBW

**Analysten:**

Philipp Leipold

[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

Felix Gode

[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

**Unternehmensprofil**

Branche: IT

Fokus: Outsourcing, Software, Internet, Cloud Computing

Mitarbeiter: 380 Stand: 30.6.2012

Gründung: 1995

Firmensitz: Köln

Vorstand: Felix Höger, Dirk Schemmann, Udo Faulhaber



Die Pironet NDH AG agiert als Unternehmensgruppe im IT-Markt mit spezialisierten Unternehmen in den drei Geschäftssegmenten ITK Outsourcing (Pironet NDH Datacenter), Content Management (Imperia) sowie Beratung und Kreation (nexum). Die Pironet NDH AG mit Hauptsitz in Köln wurde 1995 gegründet und beschäftigt knapp 380 Mitarbeiter. Seit dem Jahr 2000 ist das Unternehmen an der Börse notiert.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	45,15	52,92	54,00	59,80
EBITDA	10,56	5,76	6,50	7,63
EBIT	-7,17	1,34	2,10	3,23
Jahresüberschuss	-9,88	-0,92	1,55	2,38

**Kennzahlen in EUR**

Gewinn je Aktie	-0,64	-0,04	0,11	0,16
Dividende je Aktie	0,00	0,10	0,10	0,10

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	0,31	0,24	0,24	0,22
EV/EBITDA	1,22	2,24	1,99	1,69
EV/EBIT	-1,80	9,64	6,15	4,00
KGV	neg.	neg.	23,54	15,33
KBV		1,02		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**

19.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

**\*\*letztes Research von GBC:**

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**

7.5.2012: RS / 3,50 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

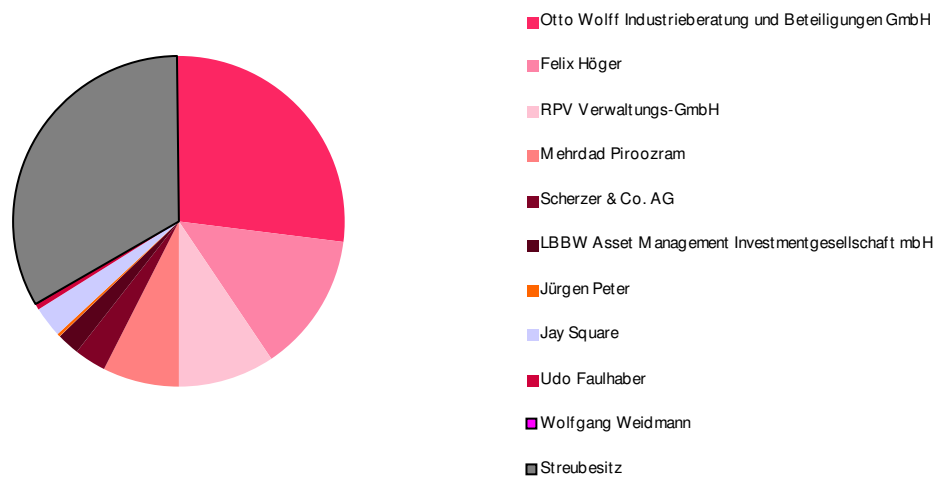
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# Unternehmen

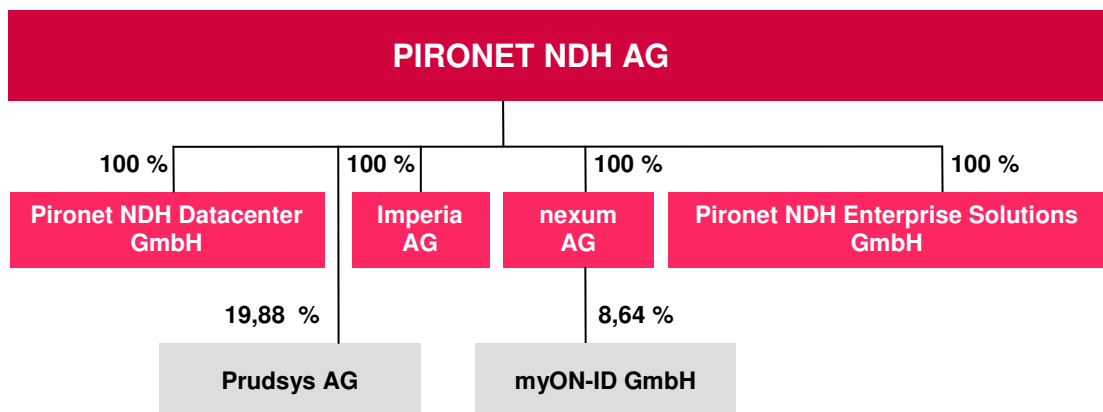
## Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Otto Wolff Industrieberatung und Beteiligungen GmbH	27,35 %
Felix Höger	13,09 %
RPV Verwaltungs-GmbH	9,42 %
Mehrdad Piroozram	7,27 %
Scherzer & Co. AG	3,07 %
LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH	2,4 %
Jürgen Peter	0,27 %
Jay Square GmbH	3,03 %
Udo Faulhaber	0,45 %
Wolfgang Weidmann	0,02 %
<b>Streubesitz</b>	<b>33,63 %</b>

Quelle: PIRONET NDH, GBC



## Konsolidierungskreis



Quelle: PIRONET NDH, GBC

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung 1. HJ 2012

in Mio. €	HJ 2011	Δ 2011/2012	HJ 2012
Umsatzerlöse	26,17	+0,8 %	26,38
EBITDA	2,76	+19,3 %	3,29
EBITDA-Marge	10,5 %	+2,0 Pp.	12,5 %
EBIT	0,79	+44,9 %	1,14
EBIT-Marge	3,0 %	+1,3 Pp.	4,3 %
Jahresüberschuss	0,62	+70,2 %	1,05
EPS in €	0,04		0,07

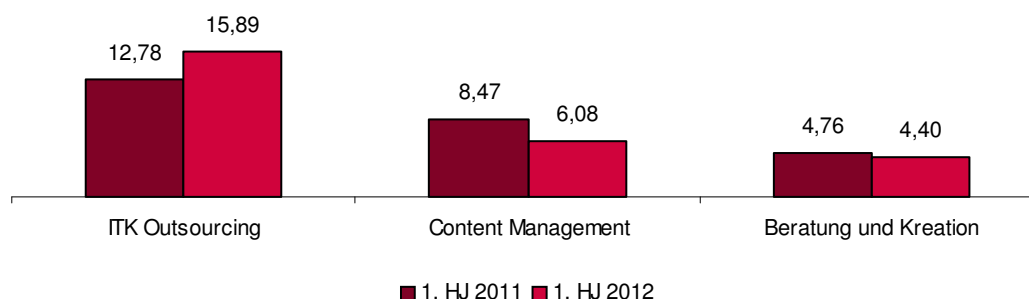
Quelle: PIRONET, GBC

### Umsatzentwicklung - Wachstumstreiber ist das Segment ITK Outsourcing

Die PIRONET NDH AG kann auf ein gutes erstes Halbjahr 2012 zurückblicken. Bei einer leichten Umsatzsteigerung auf Konzernebene konnten erhebliche Verbesserungen bei dem operativen Ergebnis sowie bei dem freien Cash Flow erzielt werden. Der Umsatz erhöhte sich im ersten Halbjahr 2012 moderat um 0,8 % auf 26,38 Mio. € (VJ: 26,17 Mio. €).

Als der maßgebliche Wachstumstreiber erwies sich das Segment ITK Outsourcing / Cloud Computing. Diese erfreuliche Entwicklung kann dem nachfolgenden Schaubild entnommen werden.

**Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)**



Quelle: PIRONET, GBC

Das Kerngeschäftsfeld ITK Outsourcing konnte den Wachstumskurs erfolgreich fortsetzen und ein sehr dynamisches Umsatzplus von fast 25 % im ersten Halbjahr 2012 erzielen. Die Umsatzerlöse wurden hier deutlich auf 15,89 Mio. €, gegenüber 12,78 Mio. € im Vorjahr, gesteigert. Die Cloud-Computing Dienste, die über die eigenen Rechenzentren angeboten werden, aber auch die ganz neuen Geschäftstätigkeiten rund um den Aufbau sog. Private Clouds beim Kunden vor Ort, erfreuten sich auch in der ersten Jahreshälfte einer anhaltend regen Nachfrage. Der Umsatzanteil innerhalb der PIRONET NDH Unternehmensgruppe konnte infolge der hervorragenden Entwicklung auf 60,2 % (VJ: 48,8 %) ausgeweitet werden.

Die im ersten Quartal 2012 gegründete Tochtergesellschaft PIRONET NDH Enterprise Solutions sollte nach unserer Schätzung im ersten Halbjahr 2012 bereits einen Umsatzbeitrag von mehr als 1 Mio. € beigesteuert haben. Die neue Tochtergesellschaft unterstützt Unternehmen bei ihrem Start in die Private Cloud. Das Angebot umfasst dabei Beratungs- und Serviceleistungen von der Planung über den Aufbau bis zum Betrieb lokaler IT-Infrastrukturen im Rechenzentrum des Kunden.

Umsatzrückgänge von -28,2 % respektive -7,6 % mussten in den beiden anderen Segmenten Content Management sowie Beratung und Kreation verzeichnet werden. Die Reduzierung im Segment Content Management wurde allerdings im Ausblick des Jahresgeschäftsberichtes 2011 bereits angekündigt, da Umsatz- und Ergebnis des Geschäftsbereiches im Vergleichsjahr 2011 von zahlreichen Sonder- und Einmaleffekten sowie dem erfolgreichen Abschluß eines Großkundenprojektes überproportional positiv beeinflusst waren. Das Segment Content Management weist daher zum Halbjahr 2012 einen planmäßigen Rückgang beim Umsatz auf 6,1 Mio. EUR (Vorjahr: 8,5 Mio. EUR) aus. Das Segment Beratung und Kreation erzielte im traditionell schwächeren ersten Halbjahr 2012 einen Umsatz in Höhe von 4,40 Mio. € (VJ: 4,76 Mio. €).

### Ergebnisentwicklung - Segment ITK Outsourcing mit EBIT-Marge von 13,6 %

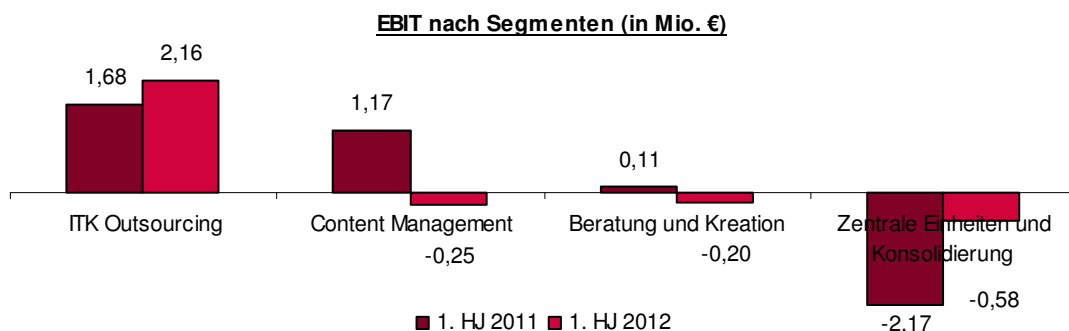
Trotz der moderaten Umsatzsteigerung hat sich die Ertragsqualität nach unserer Einschätzung deutlich verbessert. Hierfür ausschlaggebend sind im Wesentlichen drei Faktoren.

So konnte einerseits das Kerngeschäftsfeld ITK Outsourcing das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) im ersten Halbjahr deutlich auf 2,16 Mio. € (VJ: 1,68 Mio. €) steigern. Die EBIT-Marge erhöhte sich hier leicht auf 13,6 % (VJ: 13,2 %). Damit ist und bleibt das Segment ITK Outsourcing die Ertragsperle des Konzerns.

Des Weiteren zeigten die im Vorjahr ergriffenen Einsparungsmaßnahmen auf Holding-Ebene bereits deutliche Wirkung. Die Holding übernimmt Führungs- und Steuerungsaufgaben im Konzern und erbringt darüber hinaus zentrale administrative Dienstleistungen für die Tochtergesellschaften. Das Segment „zentrale Einheiten“ trägt die damit verbundenen und im Konzern verbleibenden bzw. nicht an die Konzernsegmente weiter zu verrechnenden, restlichen Kosten.

Verringerte Vorstands-, Personal- und Standortkosten führten auf Holdingebene bereits im ersten Halbjahr 2012 zu einer sehr deutlichen Entlastung und verbesserten das EBIT in den „zentralen Einheiten“ erheblich auf -0,58 Mio. € (VJ: -2,17 Mio. €).

Außerdem ist es nach unserer Ansicht wichtig zu erwähnen, dass sich die aktivierten Eigenleistungen im Vergleich zum Vorjahr deutlich reduziert haben. Diese beliefen sich im ersten Halbjahr 2012 auf 0,45 Mio. €, nach 0,90 Mio. € im Vorjahreszeitraum.



Quelle: PIRONET, GBC

Das EBIT auf Konzernebene belief sich im ersten Halbjahr 2012 auf 1,14 Mio. € (VJ: 0,79 Mio. €), was einer EBIT-Marge von 4,3 % (VJ: 3,0 %) entspricht. Vor dem Hintergrund niedrigerer aktivierter Eigenleistungen (Nettoeffekt ~ 0,45 Mio. €) sowie höherer Abschreibungen (Nettoeffekt ~ 0,18 Mio. €) im ersten Halbjahr 2012 werten wir die Verbesserung der EBIT-Marge umso positiver.

Das Finanzergebnis fiel im ersten Halbjahr 2012 mit 0,32 Mio. € (VJ: 0,14 Mio. €) deutlich positiv aus. Hierfür verantwortlich war neben der sehr hohen Nettoliquidität der Verkauf einer Minderheitsbeteiligung an ein Unternehmen der Media-Saturn-Holding, der einen Buchgewinn von rund 0,1 Mio. € zur Folge hatte. Die Steuerquote im ersten Halbjahr 2012 lag bei 27,9 %, wobei jedoch der Großteil auf nicht liquiditätswirksame latente Steuern entfiel.

Der Jahresüberschuss betrug nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2012 1,05 Mio. € (VJ: 0,62 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie von 0,07 € (VJ: 0,04 Mio. €) entspricht.

### Bilanzielle Situation - Sehr gesunde Eigenkapitalquote und hohe Nettoliquidität

Die PIRONET NDH AG verfügt über hervorragende bilanzielle Relationen, die sich im bisherigen Jahresverlauf noch weiter verbessert haben.

Die ohnehin schon hohe Eigenkapitalquote konnte zum 30.6.2012 weiter auf 79,9 % (31.12.2011: 77,5 %) erhöht werden. Die Nettoliquidität belief sich per Ende Juni 2012 auf 18,1 Mio. €. Dies entspricht einem Wert von rund 1,25 € je Aktie. Die Gesellschaft ist frei von jeglichen zinsbaren Verbindlichkeiten und verfügt über langfristige Schulden von lediglich 0,08 Mio. €.

Der freie Cash Flow lag nach den ersten sechs Monaten 2012 bei 0,76 Mio. €. Zudem flossen dem Unternehmen aus dem Verkauf einer Beteiligung liquide Mittel von 3,1 Mio. € zu. Demgegenüber stand ein Mittelabfluss für die Dividende von 1,46 Mio. €.

Zudem verfügt die PIRONET NDH AG über körperschaftsteuerliche und gewerbsteuerliche Verlustvorträge von jeweils mehr als 20 Mio. €, von denen rund 4,3 Mio. € als latente Steuern in der Bilanz aktiviert sind.

## Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e
Umsatzerlöse	52,92	54,00	59,80
EBITDA (Marge)	5,76 (10,9 %)	6,50 (12,0 %)	7,63 (12,8 %)
EBIT (Marge)	-1,34 (k. A)	2,10 (3,9 %)	3,23 (5,40 %)
Jahresüberschuss	-0,92	1,55	2,38
EPS	-0,64	0,11	0,16

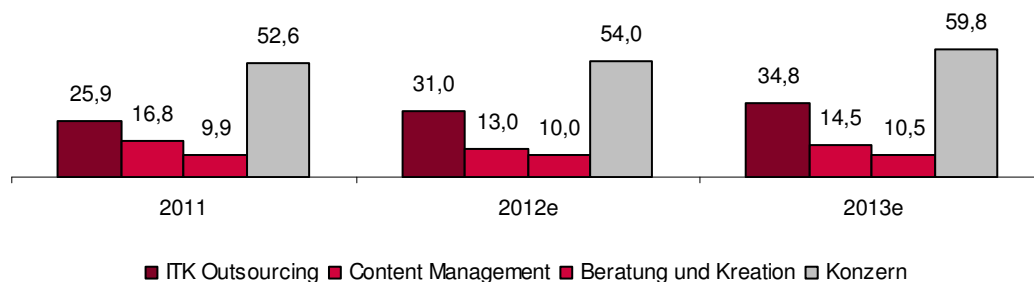
Quelle: GBC

### Umsatzprognosen - Wachstumskurs im Segment ITK Outsourcing setzt sich fort

Wir sehen die PIRONET NDH AG auf einem sehr guten Weg, die eigenen Ziele sowie unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2012 zu erreichen.

Wir gehen für 2012 unverändert von einem moderaten Umsatzwachstum auf 54,00 Mio. € aus. Die nachstehende Graphik zeigt unsere Erwartung für die einzelnen Segmente.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC

Nachdem das Segment ITK Outsourcing im ersten Halbjahr 2012 ein Wachstum von fast 25 % erzielte, rechnen wir für das Gesamtjahr mit einem Zuwachs um knapp 20 % auf 31,00 Mio. €. Damit erweist sich das Segment erneut als der Wachstumstreiber im Konzern. Die PIRONET NDH Datacenter verfügt nach unserer Ansicht im Markt für Cloud-Computing über eine hervorragende Positionierung mit einer großen Bestandskundenbasis im mittelständischen Bereich sowie einem umfangreichen Produktportfolio.

Insbesondere bei mittelständischen Kunden sollte der Trend hin zum IT-Outsourcing anhalten. Diese Kunden verfügen im Gegensatz zu den großen Konzernen meist nur über begrenzte eigene IT-Ressourcen. PIRONET NDH Datacenter verfügt über die notwendige technologische Infrastruktur und Referenzkunden, um hier von der steigenden Nachfrage nach Outsourcing-Lösungen zu profitieren.

Bei nexum sehen wir den Umsatz im laufenden Geschäftsjahr 2012 bei 10,00 Mio. €. Dabei sollte nexum im zweiten Halbjahr 2012 von weiter steigenden Online-Budgets bei den einzelnen Kundenprojekten profitieren. Im Fokus stehen dabei die Wachstumsthemen Social Media, Intranet und E-Commerce.

### Ergebnisprognosen - EBIT-Marge von 3,9 % erwartet

Für das laufende Geschäftsjahr 2012 erwarten wir unverändert ein EBITDA in Höhe von 6,50 Mio. €. Vor dem Hintergrund der hohen Ertragskraft im ersten Halbjahr 2012 sowie der Tatsache, dass das zweite Halbjahr 2012 bei den beiden Tochtergesellschaften Imperia und nexum traditionell stärker ausfällt, halten wir unsere Prognose für gut erreichbar.

Die Abschreibungen sehen wir in 2012 bei 4,40 Mio. €. Davon sollten rund 1,4 Mio. € auf in den Vorperioden aktivierte Eigenleistungen entfallen. Dem gegenüber stehen nach unserer Schätzung deutlich geringere aktivierte Eigenleistungen bei der Tochtergesellschaft Imperia von rund 1 Mio. €.

Auf Konzernebene sollte das EBIT laut unseren Schätzungen bei 2,10 Mio. € liegen, was einer EBIT-Marge von 3,9 % entspricht. Der Vorstand hat im Ausblick des Halbjahres-Berichts ebenfalls ein EBIT von über 2 Mio. € in Aussicht gestellt. Bereits im kommenden Geschäftsjahr 2013 sollte die EBIT-Marge dann weiter auf 5,0 % gesteigert werden.

Des Weiteren können wir uns vorstellen, dass die Konzernsteuerquote aufgrund der Nachaktivierung von noch vorhandenen Verlustvorträgen niedriger ausfällt als bislang von uns angenommen (GBC-Schätzung: 30,0 %). Dies haben wir allerdings noch nicht in unseren Schätzungen berücksichtigt.

Der Jahresüberschuss respektive der Gewinn je Aktie sollte sich gemäß unseren Schätzungen in 2012 auf 1,55 Mio. € bzw. 0,11 € belaufen.



## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die PIRONET NDH AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,75 % angenommen.

Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. Unter konservativen Gesichtspunkten haben wir bei den vorhandenen Verlustvorträgen nur die aktivierten latenten Steuern bei der Berechnung des Entity Value berücksichtigt. Die Verlustvorträge, auf die keine latenten Steuern gebildet wurden, dienen somit als Bewertungspuffer.

In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,0 %.

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der PIRONET NDH AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,56.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,6 % von (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,6 %.

#### Bewertungsergebnis

**Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,6 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als Kursziel 3,60 € (bisher: 3,50 €). Das höhere Kursziel erklärt sich durch den Roll-Over auf die neue Jahresbasis.**

## PIRONET NDH AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	12,8%	ewige EBITA - Marge	6,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	51,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	54,00	59,80	61,59	63,44	65,35	67,31	69,32	71,40	
US Veränderung	2,0%	10,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,51	7,20	7,42	7,61	7,79	7,99	8,17	8,40	
EBITDA	6,50	7,63	7,85	8,09	8,33	8,58	8,84	9,10	
EBITDA-Marge	12,0%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	
EBITA	2,10	3,23	3,62	3,86	4,08	4,31	4,54	4,78	
EBITA-Marge	3,9%	5,4%	5,9%	6,1%	6,2%	6,4%	6,6%	6,7%	6,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,63	-0,97	-1,09	-1,16	-1,22	-1,29	-1,36	-1,43	
	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,47	2,26	2,53	2,70	2,85	3,01	3,18	3,34	
Kapitalrendite	17,1%	21,9%	22,4%	23,7%	24,8%	25,9%	27,0%	28,0%	28,0%
Working Capital (WC)	2,00	3,00	3,08	3,17	3,27	3,37	3,47	3,57	
WC zu Umsatz	3,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-1,99	-1,00	-0,08	-0,09	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	8,30	8,30	8,30	8,34	8,38	8,43	8,48	8,50	
AFA auf OAV	-4,40	-4,40	-4,23	-4,23	-4,25	-4,28	-4,30	-4,33	
AFA zu OAV	53,0%	53,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	
Investitionen in OAV	-4,12	-4,40	-4,23	-4,27	-4,30	-4,32	-4,36	-4,34	
Investiertes Kapital	10,30	11,30	11,38	11,51	11,65	11,79	11,95	12,07	
EBITDA	6,50	7,63	7,85	8,09	8,33	8,58	8,84	9,10	
Steuern auf EBITA	-0,63	-0,97	-1,09	-1,16	-1,22	-1,29	-1,36	-1,43	
Investitionen gesamt	-6,11	-5,40	-4,31	-4,37	-4,39	-4,42	-4,46	-4,45	
Investitionen in OAV	-4,12	-4,40	-4,23	-4,27	-4,30	-4,32	-4,36	-4,34	
Investitionen in WC	-1,99	-1,00	-0,08	-0,09	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,24	1,26	2,45	2,57	2,72	2,87	3,02	3,22	33,94
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	28,61	30,39							
Barwert expliziter FCFs	11,84	11,83							
Barwert des Continuing Value	16,77	18,55							
Nettoschulden (Net debt)	-21,98	-21,95							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	50,59	52,34							
Fremde Gewinnanteile	0,24	0,24							
Wert des Aktienkapitals	50,83	52,58							
Ausstehende Aktien in Mio.	14,590	14,590							
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,48	<b>3,60</b>							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,56
Eigenkapitalkosten	10,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	22,5%
<b>WACC</b>	<b>10,6%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
24,0%	3,61	3,51	3,42	3,33	3,26
26,0%	3,72	3,61	3,51	3,42	3,34
28,0%	3,83	3,71	<b>3,60</b>	3,51	3,42
30,0%	3,94	3,81	3,70	3,60	3,50
32,0%	4,05	3,92	3,79	3,68	3,59

## Fazit

Segment ITK Outsourcing mit dynamischem Wachstum im 1. HJ; Prognosen bestätigt

Die PIRONET NDH kann auf ein erfolgreiches erstes Halbjahr 2012 zurückblicken. Dabei überzeugte vor allem das Kerngeschäftsfeld ITK Outsourcing mit einem sehr dynamischen Wachstum um fast 25 % im ersten Halbjahr 2012. Das EBIT konnte dank der erfreulichen Entwicklung des Segments ITK Outsourcing sowie Einsparungen auf der Holding-Ebene überproportional zulegen.

Die Gesellschaft verfügt über hervorragende Bilanzrelationen. Per Ende Juni 2012 lag die Eigenkapitalquote mit knapp 80 % auf einem sehr hohen Niveau. Zudem beliefen sich die liquiden Mittel auf über 18 Mio. €. Aufgrund der noch vorhandenen Verlustvorräte unterliegen die Gewinne in den kommenden Jahren lediglich der Mindestbesteuerung, was sich zusätzlich positiv auf den operativen Cash Flow auswirken wird.

Unsere Prognosen für Umsatz und EBITDA haben wir mit Vorlage des Halbjahresberichts 2012 nicht verändert. Wir erwarten auf Konzernebene weiterhin einen leichten Umsatzanstieg von 2,0 % auf 54,00 Mio. € sowie ein EBIT in Höhe von 2,10 Mio. €. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 3,9 %. Bereits im kommenden Geschäftsjahr 2013 sollte die EBIT-Marge dann weiter auf 5,0 % ansteigen.

Die aktuelle Marktbewertung der PIRONET NDH AG erscheint mit einem erwarteten 2012er EV/EBITDA von rund 2 weiterhin überdurchschnittlich attraktiv. Des Weiteren gehen wir von einer Fortsetzung der Dividendenpolitik aus, so dass sich eine erwartete Dividendenrendite von rund 4 % errechnet.

**Auf Basis unserer Schätzdaten haben wir einen neuen fairen Wert je Aktie in Höhe von 3,60 € (bisher: 3,50 €) errechnet. Das leicht höhere Kursziel erklärt sich vor allem durch den Roll-Over auf die neue Jahresbasis. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs entspricht dies einem deutlichen Potential von über 40 %. Wir vergeben das Rating KAUFEN für die Aktie der PIRONET NDH AG.**

## Anhang

### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC 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 GBC 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.

GBC 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/>**

**§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

**§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

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

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

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden 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. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

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

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

## **§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**

## **§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

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

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

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst**

**§ 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)