

4.12.2012 - GBC Research Comment – Pironet NDH AG

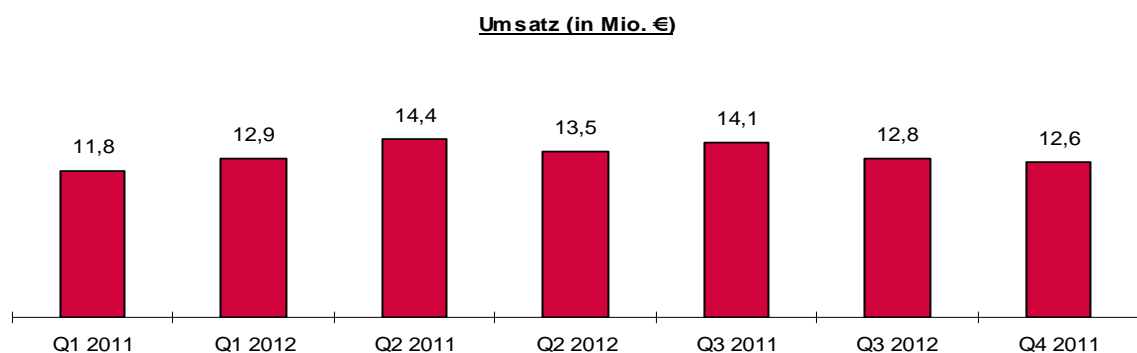
Q3-Zahlen im Rahmen der Erwartungen - Nettoliquidität verbessert sich weiter infolge Verkauf nexum - Kursziel bestätigt - Rating KAUFEN

Unternehmen: Pironet NDH AG
ISIN: DE0006916406
Anlass des Research Kommentars: Zwischenmitteilung Q3 2012
Empfehlung: Kaufen
Kursziel: 3,60 €
Kursziel auf Sicht von: Ende 2013
Analyst: Philipp Leipold
Fertigstellung/Erstveröffentlichung: 4.12.2012

Die Pironet NDH AG erzielte auf Konzernebene nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2012 einen Umsatz in Höhe von 39,2 Mio. €. Dies entspricht einem moderaten Rückgang gegenüber dem Vorjahresniveau (VJ: 40,3 Mio. €). Das leicht rückläufige Umsatzvolumen ist dabei ausschließlich auf eine schwächere operative Entwicklung der beiden Segmente Content Management sowie Beratung und Kreation zurückzuführen. In diesen beiden Bereichen lagen die Umsätze jeweils unter den vergleichbaren Vorjahreswerten. Hier hatten im dritten Quartal 2011 Sondereffekte zu einem deutlich überproportionalen Umsatzanstieg geführt.

Sehr erfreulich entwickelte sich hingegen das Kerngeschäft ITK Outsourcing. Hier konnte der dynamische Wachstumskurs unverändert fortgesetzt werden, wie die organische Wachstumsrate von rund 25 % in den ersten neun Monaten 2012 eindrucksvoll beweist. Die Umsätze des Bereichs ITK Outsourcing sollten sich nach unserer Einschätzung in den ersten neun Monaten 2012 bereits auf mehr als 24 Mio. € belaufen haben. Pironet NDH konnte damit ihre Marktpositionierung als einer der führenden Anbietern von Cloud Computing in der DACH-Region weiter festigen.

Im dritten Quartal 2012 beliefen sich die Umsatzerlöse auf 12,8 Mio. € (VJ: 14,1 Mio. €). Die nachstehende Grafik veranschaulicht die Konzernumsätze auf Quartalsebene.



Quelle: Pironet NDH, GBC

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) betrug nach den ersten drei Quartalen 2012 knapp 1,6 Mio. € und liegt damit voll im Rahmen unserer Erwartungen. Wir rechnen beim EBIT für das Gesamtjahr 2012 mit einem Wert von 2,10 Mio. €. Das Finanzergebnis fiel im Berichtszeitraum 2012 mit rund 0,5 Mio. € deutlich positiv aus. Hierfür verantwortlich war neben der sehr komfortablen Liquiditätsposition auch der Verkauf einer Minderheitsbeteiligung an ein Unternehmen der Media-Saturn-Holding, welcher einen Buchgewinn von rund 0,1 Mio. € zur Folge hatte.

Die bilanzielle Lage von Pironet NDH ist weiterhin ausgezeichnet. Die Nettoliquidität konnte im Jahresverlauf dank des positiven freien Cash Flows gesteigert werden und belief sich per Ende September 2012 auf 19,3 Mio. €. Die Gesellschaft ist zudem unverändert frei von Bankverbindlichkeiten. Durch den kürzlich erfolgten Verkauf der Tochtergesellschaft nexum sollte sich nach unserer Einschätzung der Bestand an liquiden Mittel zum Jahresende nochmals erhöhen. Im Rahmen des Verkaufs von nexum wird dem Unternehmen eine erste Kaufpreisrate von rund 1,3 Mio. € bis zum 31.12.2012 zufließen.

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)	GJ 2013e (alt)	GJ 2013e (neu)
Umsatzerlöse	52,92	54,00	43,00	59,80	47,50
EBITDA (Marge)	5,76 (10,9 %)	6,50 (12,0 %)	6,40 (14,6 %)	7,63 (12,8 %)	7,20 (15,2 %)
EBIT (Marge)	-1,34 (k. A)	2,10 (3,9 %)	2,10 (4,8 %)	3,23 (5,40 %)	3,00 (6,3 %)
Jahresüberschuss	-0,92	1,55	1,55	2,38	2,22
EPS	-0,64	0,11	0,11	0,16	0,15

Quelle: GBC

Infolge des Verkaufs der nexum AG haben wir unsere Umsatzprognosen für die beiden Geschäftsjahre 2012 und 2013 angepasst. Die Beratungsagentur nexum AG wird im Geschäftsbericht 2012 als „zur Veräußerung gehaltener Vermögenswert“ ausgewiesen und folglich nicht mehr zum Konzernumsatz beitragen. Die Agentur nexum AG sollte nach unserer Schätzung im Gesamtjahr 2012 einen Umsatz von rund 9 Mio. € erzielen.

Wir gehen daher für das laufende Geschäftsjahr 2012 von Umsatzerlösen auf Konzernebene in Höhe von 43,00 Mio. € aus. Im laufenden Geschäftsjahr 2012 sollte der Bereich ITK Outsourcing den wesentlichen Umsatzbeitrag mit knapp 33 Mio. € leisten. Das deutliche Wachstum des Bereichs ITK Outsourcing sollte sich zudem auch im kommenden Jahr fortsetzen. Die Planbarkeit der Umsätze erachten wir aufgrund des hohen Anteils an wiederkehrenden Erlösen sowie der stetigen Neukundengewinnung als gut. Mögliche Übernahmen haben wir im Rahmen unserer Schätzungen nicht berücksichtigt.

Auf unsere Ergebnisschätzung für 2012 hat der Verkauf von nexum fast keine Auswirkung. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2012 unverändert ein EBIT in Höhe von 2,10 Mio. €. Die EBIT-Marge wird sich infolge des Verkaufs des margenschwächeren Agenturgeschäfts jedoch signifikant verbessern. Hier rechnen wir für 2012 mit einem Wert von 4,8 % (bisher: 3,9 %). Die Abschreibungen werden sich in 2012 sowie in den Folgeperioden infolge der Entkonsolidierung der nexum AG leicht um rund 0,1 Mio. € reduzieren.

Aufgrund des geringen bilanziellen Wertansatzes von nexum sollte aus der Transaktion nach unserer Einschätzung bereits in 2012 ein Buchgewinn von über 1 Mio. € erzielt werden. Diesen außerordentlichen Ertrag haben wir noch nicht in unseren Schätzungen berücksichtigt.

Fazit: Auf Grundlage unseres DCF-Modells ist die Aktie der Pironet NDH AG weiterhin unterbewertet. Wir vergeben unverändert das Rating KAUFEN für die Aktie der PIRONET NDH AG. Bei einem Kursziel in Höhe von 3,60 € sehen wir auf Grundlage des derzeitigen Aktienkurses ein deutliches Potential von rund 40 %.

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 Angebotschreiben 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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. Aktiensplits, 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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 Leopold, Dipl. Volkswirt, Analyst

§ 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