



Researchstudie (Anno)

PIRONET NDH AG

**Segment Cloud Computing mit
dynamischem Wachstum in 2012 -
Wachstumskurs setzt
sich in Folgejahren fort -
Kursziel erhöht**

Kursziel: 4,90 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17 ff

Pironet NDH AG *5,7

Kaufen

Kursziel: 4,90

aktueller Kurs: 3,25
2.5.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006916406

WKN: 691640

Börsenkürzel: PNG

Aktienanzahl³: 14,590

Marketcap³: 47,42
EnterpriseValue³: 20,79
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 36,5 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
LBBW

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: IT

Fokus: Outsourcing, Software, Cloud
Computing

Mitarbeiter: 283 Stand: 31.12.2012

Gründung: 1995

Firmensitz: Köln

Vorstand: Felix Höger, Udo Faulhaber



Die PIRONET NDH AG agiert als Unternehmensgruppe im IT-Markt mit spezialisierten Unternehmen in den Geschäftsbereichen Cloud Computing und Content Management. Die PIRONET NDH AG mit Hauptsitz in Köln wurde 1995 gegründet, beschäftigt fast 300 Mitarbeiter und ist seit dem Jahr 2000 an der Börse notiert. Zu den Kunden zählen sowohl internationale Konzerne wie AXA, METRO Group und Panasonic als auch mittelständische Unternehmen wie der Fachverlag Stollfuß Medien, der Schaumstoffhersteller Trocellen und die Kulmbacher Brauerei.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	43,06	43,18	47,10	52,80
EBITDA	5,08	6,25	6,86	7,83
EBIT	0,93	2,15	2,86	3,83
Jahresüberschuss	-0,92	2,99	2,14	2,82

Kennzahlen in EUR	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Gewinn je Aktie	-0,06	0,20	0,15	0,19
Dividende je Aktie	0,10	0,15	0,10	0,13

Kennzahlen	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
EV/Umsatz	0,31	0,48	0,44	0,39
EV/EBITDA	4,09	3,33	3,03	2,66
EV/EBIT	22,35	9,65	7,27	5,43
KGV	neg.	16,25	21,67	17,11
KBV		1,36		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
28.05.2013: HV
22.08.2013: HJ-Bericht
07.11.2013: 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
19.3.2013: RS / 3,60 / Halten
4.12.2012: RS / 3,60 / Kaufen
16.11.2012: RS / 3,60 /Kaufen
12.9.2012: RS / 3,60 /Kaufen
7.5.2012: RS / 3,50 /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.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	3
Konsolidierungskreis.....	3

Markt und Marktumfeld

4

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	6
Geschäftsentwicklung 2012.....	7
Umsatzentwicklung.....	7
Ergebnisentwicklung.....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	10
SWOT-Analyse PIRONET NDH AG.....	11
Prognose und Modellannahmen.....	12
Umsatzprognosen.....	12
Ergebnisprognosen.....	13

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	14
Modellannahmen.....	14
Bestimmung der Kapitalkosten.....	14
Bewertungsergebnis.....	14
DCF-Betrachtung.....	15
Fazit	16

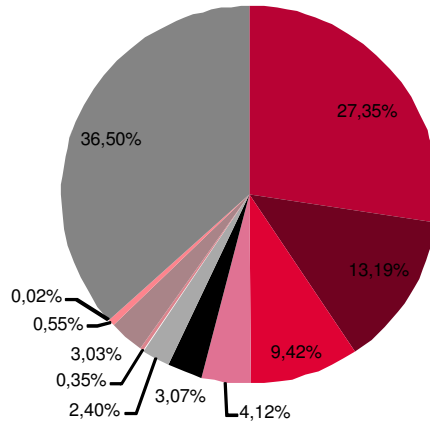
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	17
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	19

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Otto Wolff Industrieberatung und Beteiligungen GmbH	27,35 %
Felix Höger	13,19 %
RPV Verwaltungs-GmbH	9,42 %
Mehrdad Piroozram	4,12 %
Scherzer & Co. AG	3,07 %
LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH	2,40 %
Aureus Invest GmbH	0,35 %
Jay Square GmbH	3,03 %
Udo Faulhaber	0,55 %
Wolfgang Weidmann	0,02 %
Streubesitz	36,50 %



Quelle: PIRONET NDH, GBC

Konsolidierungskreis

PIRONET NDH AG



PORTFOLIO

- Cloud Computing
- Cloud Transformation
- Software as a Service
- Desktop as a Service
- Managed Hosting
- Managed Networks
- Managed Infrastructure
- Capacity on Demand
- Storage on Demand
- Plan, Build, Run

CLOUD COMPUTING



PORTFOLIO

- Content Management
- Enterprise Content Management
- Product Information Management
- Social Media Management
- Content/Omni Channel Marketing
- pirobase CMS, PIM
- imperia CMS
- Plan, Build, Run

CONTENT MANAGEMENT

Markt und Marktumfeld

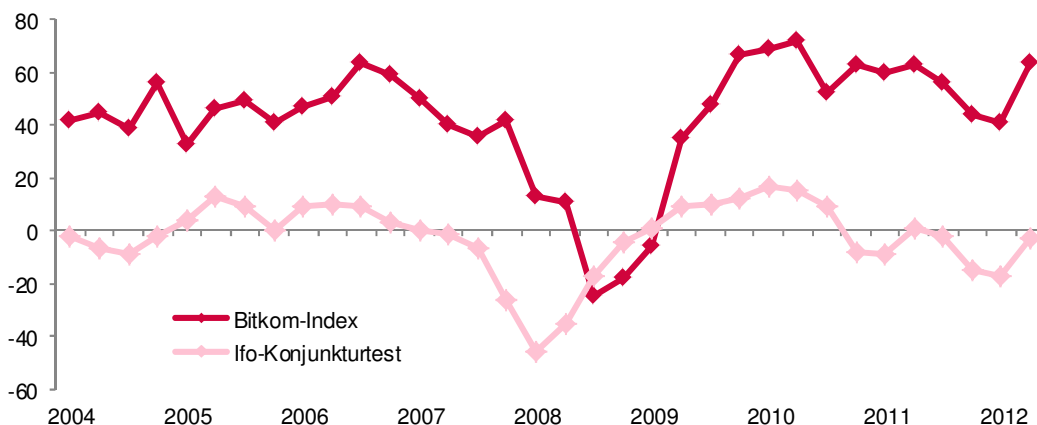
Branchenentwicklung

Nach dem dynamischen Wirtschaftswachstum der vorangegangenen drei Kalenderjahre, war die deutsche konjunkturelle Entwicklung im Jahr 2012 von einem deutlichen Rückgang der Wachstumsraten geprägt. Angesichts der europäischen Staatschuldenkrise fiel das BIP-Wachstum mit +0,7 % verhältnismäßig gering aus, dieses lag jedoch oberhalb der europäischen Vergleichswerte (EU 27: -0,3 %).

Vor diesem Hintergrund präsentierte der deutsche ITK-Markt ein unverändert robustes Wachstum. Die Gesamtumsätze der ITK-Branche legten im abgelaufenen Jahr gegenüber 2011 um +2,2 % zu. Speziell der für die PIRONET NDH AG wichtige Teilbereich „Software“ konnte an dieser Entwicklung mit einem Wachstum in Höhe von +5,6 % überdurchschnittlich partizipieren. Das im Teilsegment „IT-Services“ verzeichnete Umsatzwachstum von +2,0 % und lag somit annähernd auf Niveau der Gesamtbranche.

Gemäß Prognosen des Branchenverbandes BITKOM sollte sich diese Entwicklung auch im laufenden Jahr 2013 fortsetzen. Ausschlaggebend hierfür ist das allgemein gute Geschäftsklima in der IT-Branche. So rechnen rund drei Viertel der im Rahmen der BITKOM-Konjunkturumfrage befragten Unternehmen mit steigenden Umsätzen. Dies resultiert in einem Anstieg des BITKOM-Index, welcher mit 64 Punkten wieder an die alten Höchstniveaus anknüpfen konnte. Die gesamtwirtschaftliche Stimmung (dargestellt durch die ifo-Geschäftserwartungen) ist im Vergleich hierzu deutlich pessimistischer.

BITKOM-Index vs. Ifo-Konjunkturtest



Quelle: BITKOM, GBC

Da die PIRONET NDH AG rund ein Viertel der Umsätze im Ausland erzielt, sind die weltweiten ITK-Markttrends für die Gesellschaft von Bedeutung. Neuesten Prognosen von EITO (European Information Technology) zufolge soll sich der weltweite ITK-Markt im Vergleich zur deutschen Branchenentwicklung deutlich dynamischer entwickeln. Demnach dürfte das weltweite Wachstum bei voraussichtlich +5,1 % liegen.

Deutsche Anbieter profitieren von dieser Entwicklung in besonderer Weise und können die weltweiten Marktanteile ausbauen. Demnach legte der Export von ITK-Dienstleistungen im Jahr 2012 deutlich um +15,8 % zu. Über die vergangenen Jahre hinweg war dabei die Exporttätigkeit deutscher ITK-Unternehmen ein wichtiger Faktor der guten Branchenstimmung.

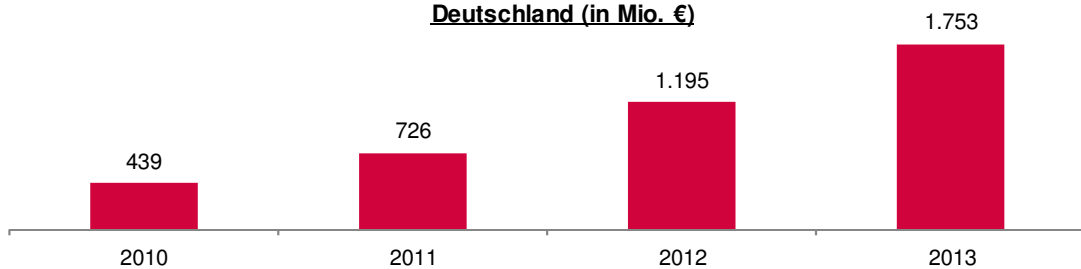
Cloud Computing einer der wachstumsstärksten Bereiche auf dem IT-Markt

Insgesamt sollte der Markt für Cloud Computing laut des Analysehauses Pierre Audoin Consultants (PAC) trotz der teilweise noch vorhandenen Bedenken einiger Unternehmen in den nächsten Jahren sehr stark zulegen und deutliche Wachstumsraten verzeichnen können. Gemäß PAC liegen die Ausgaben für Cloud-Services, inklusive Cloud-bezogener Beratungs- und Systemintegrationsdienste, im Jahr 2012 bei knapp 5 Mrd. €. Nach Einschätzung von PAC soll der Markt für Cloud Computing allein in Deutschland bis zum Jahr 2016 deutlich auf 14 Mrd. € zulegen.

Zu einer ähnlich positiven Einschätzung hinsichtlich der Entwicklung des Marktes für Cloud Computing kommt das Analysehaus IDC. IDC sieht das Cloud Computing als einen zentralen Wachstumstreiber innerhalb des IT-Marktes. Laut IDC sind Cloud Computing sowie die Bereiche Social Networking und Big Data bis zum Jahr 2020 für rund 90 % des Wachstums im weltweiten IT-Markt verantwortlich.

Ebenfalls sieht Pierre Audoin Consultants (PAC) ein deutliches Wachstumspotenzial für den Markt im Bereich Software as a Service (SaaS). Ausgehend von einem errechneten Marktvolumen von 10,8 Mrd. € im Jahr 2011 rechnet das Marktanalyse- und Beratungsunternehmen mit einem CAGR bis zum Jahr 2015 von sogar 26,4 % und einem damit einhergehenden Marktvolumen von dann 26,9 Mrd. €. Der Marktanteil von SaaS am weltweiten Softwaremarkt soll sich bis 2010 im gleichen Zuge auf dann 10 % verdoppeln.

Prognostiziertes Marktvolumen für Software as a Service (SaaS) in Deutschland (in Mio. €)



Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, GBC

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	Δ in %	GJ 2012	Δ in %	GJ 2013e	Δ in %	GJ 2014e	Δ in %
Umsatzerlöse	43,060	100,00%	43,179	100,00%	47,100	100,00%	52,800	100,00%
Umsatzkosten	-25,370	-58,92%	-28,132	-65,15%	-30,144	-64,00%	-33,475	-63,40%
Bruttoergebnis vom Umsatz	17,690	41,08%	15,047	34,85%	16,956	36,00%	19,325	36,60%
Marketing- und Vertriebskosten	-5,534	-12,85%	-5,156	-11,94%	-6,000	-12,74%	-6,900	-13,07%
Allgemeine Verwaltungskosten	-8,581	-19,93%	-5,167	-11,97%	-5,500	-11,68%	-5,900	-11,17%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-2,507	-5,82%	-2,570	-5,95%	-2,600	-5,52%	-2,800	-5,30%
Wertminderungen	-0,121	-0,28%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Sonstige Erträge	0,032	0,07%	0,073	0,17%	0,000	0,00%	0,100	0,19%
sonstige Aufwendungen	-0,052	-0,12%	-0,073	-0,17%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
EBIT	0,927	2,15%	2,154	4,99%	2,856	6,06%	3,825	7,24%
Zinserträge	0,121	0,28%	0,158	0,37%	0,200	0,42%	0,200	0,38%
Zinsaufwendungen	-0,022	-0,05%	-0,006	-0,01%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Ergebnisse aus assoziierten Unternehmen	0,288	0,67%	0,120	0,02%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Beteiligungsergebnisse	0,000	0,00%	0,268	0,64%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Übriges Finanzergebnis	-0,270	-0,63 %	0,100	0,23%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Ergebnis vor Steuern	1,044	2,42%	2,686	6,22%	3,056	6,49%	4,025	7,62%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,040	-0,09%	-0,147	-0,34%	-0,917	-1,95%	-1,207	-2,29%
Latente Steuern	1,130	2,62%	-0,195	-0,45%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Jahresfehlbetrag aufgegebene Geschäftsbe- reiche	-3,075	-7,14%	0,644	1,49%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Minderheitenanteile	0,024	0,06%	-0,001	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Jahresüberschuss	-0,917	-2,13%	2,987	6,92%	2,139	4,54%	2,817	5,34%
EBITDA	5,08		6,25		6,86		7,83	
in %	11,8		14,5		14,6		14,8	
EBIT	0,93		2,15		2,86		3,83	
in %	2,15		4,99		6,1		7,2	
Aktienanzahl in Mio. Stück	14,59		14,59		14,59		14,59	
Ergebnis je Aktie in €	-0,06		0,20		0,15		0,19	
Dividende je Aktie in €	0,10		0,15		0,10		0,13	

Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung 2012

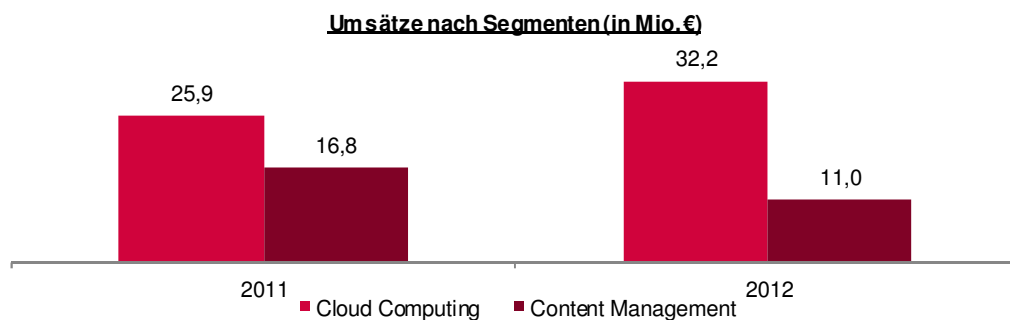
in Mio. €	2011	Δ 2011/2012	2012
Umsatzerlöse	43,06	+0,3 %	43,18
EBITDA	5,08	+23,2 %	6,25
EBITDA-Marge	11,8 %	+2,7 Pp.	14,5 %
EBIT	0,93	+132,4 %	2,15
EBIT-Marge	2,2 %	+1,3 Pp.	5,0 %
Jahresüberschuss	-0,92	K. A.	2,99
EPS in €	-0,06	K. A.	0,20

Quelle: PIRONET, GBC

Umsatzentwicklung - Wachstumstreiber ist unverändert der Geschäftsbereich Cloud Computing

Die PIRONET NDH AG kann auf ein erfolgreiches abgelaufenes Geschäftsjahr 2012 zurückblicken. Im Kerngeschäftsfeld Cloud Computing (ehemals ITK Outsourcing) konnte das dynamische Wachstum der vergangenen Jahre ungebrochen fortgesetzt werden. Zudem wurde die Fokussierung auf das Kerngeschäft durch den Verkauf der Agentur nexum AG weiter vorangetrieben.

Auf Konzernebene verzeichnete die PIRONET NDH AG in 2012 ein moderates Wachstum von 0,3 % auf 43,18 Mio. € (VJ: 43,06 Mio. €). Während die Umsatzerlöse im Bereich Cloud Computing deutlich zulegen konnten, ging der Umsatz im Segment Content Management dagegen erwartungsgemäß zurück.



Quelle: PIRONET, GBC

Die Umsatzerlöse im Kernbereich Cloud Computing konnten signifikant um mehr als 24 % auf 32,18 Mio. € (VJ: 25,94 Mio. €) gesteigert werden. Damit konnte auch erstmalig die Umsatzgrenze von 30 Mio. € übertroffen werden. Aufgrund des hohen Wachstums erhöhte sich der Umsatzanteil des Segments Cloud Computing auf fast 75 % (VJ: 60,2 %).

Die Cloud-Computing Dienste, die über die eigenen Rechenzentren angeboten werden, erfreuten sich in 2012 einer anhaltend regen Nachfrage. Hier konnte eine Reihe von Neukunden gewonnen werden. Zudem konnten einerseits Geschäftsbeziehungen mit Bestandskunden weiter ausgebaut werden und andererseits eine größere Anzahl auslaufender Kundenverträge erfolgreich verlängert werden. Dank der großen Bestandskundenbasis verfügt PIRONET NDH Datacenter über einen hohen Anteil wiederkehrender Erlöse aus langlaufenden Verträgen. Die Erneuerungsquote der Verträge im Bereich Cloud Computing sollte nach unserer Schätzung bei deutlich über 90 % liegen.

Die im April 2012 neu gegründeten Geschäftstätigkeiten rund um den Aufbau sog. Private Clouds beim Kunden vor Ort entwickelten sich ebenfalls erfreulich und leisteten trotz der Anlaufkosten bereits einen positiven Ergebnisbeitrag. Die Dienstleistungen rund um die Private Clouds werden dabei von der Tochtergesellschaft PIRONET NDH Enterprise Solutions GmbH angeboten.

Der Umsatz im zweiten Bereich Content Management war dagegen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 mit 10,98 Mio. € (VJ: 16,81 Mio. €) deutlich rückläufig. Dies ist im Wesentlichen auf zwei Faktoren zurückzuführen. So führten zum einen außerordentliche und einmalige Lizenzerlöse mit Großkunden zu einem deutlich überproportionalen Umsatzanstieg im Vorjahr. Zum anderen hat sich der Trend fortgesetzt, dass neu ausgeschriebene Projekte im Software-Markt in Verbindung mit hohen einmaligen Lizenzverkäufen weiter rückläufig sind und zunehmend durch Mietgebührenmodelle (Software as a Service) sowie durch lizenzfreie Open Source-Anwendungen ersetzt werden.

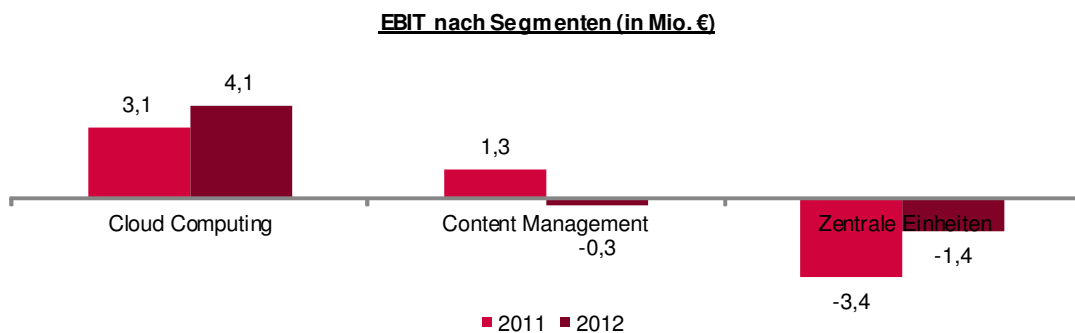
Ergebnisentwicklung - Deutliche Verbesserungen in den Segmenten Cloud Computing und Zentral Einheiten

Die operativen Ergebniskennzahlen von PIRONET NDH AG konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 auf allen Ebenen deutlich verbessert werden. Dies ist im Wesentlichen auf die hervorragende Geschäftsentwicklung des Segments Cloud Computing zurückzuführen. Aber auch auf der Holding-Ebene konnte infolge von Kosteneinsparungen weitere Fortschritte erzielt werden. So fielen die Mietkosten infolge von Standortoptimierungen deutlich niedriger aus. Auch geringere Beratungskosten sowie der Wegfall von Abfindungen wirkten sich positiv aus.

Die Personalaufwendungen lagen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 bei 19,40 Mio. € gegenüber 20,39 Mio. €. Der Rückgang beim Personalaufwand erklärt sich vornehmlich durch im Vorjahr gezahlte Abfindungen von rund 1,3 Mio. €, die sich in 2012 nicht wiederholt haben. Die Mitarbeiteranzahl im Konzern war mit 295 Beschäftigten fast unverändert gegenüber dem Vorjahresstichtag.

Die Abschreibungen lagen im Geschäftsjahr 2012 mit 4,10 Mio. € konstant auf Vorjahreshöhe (VJ: 4,12 Mio. €). Davon entfielen 1,33 Mio. € (VJ: 1,11 Mio. €) auf in den Vorjahren vorgenommene Aktivierungen von Eigenleistungen. Die aktivierten Eigenleistungen in 2012 waren gegenüber dem Vorjahr mit 1,16 Mio. € (VJ: 1,41 Mio. €) rückläufig und fielen ausschließlich im Bereich Content Management an. Die Ertragsqualität hat sich nach unserer Einschätzung infolge der reduzierten aktivierten Eigenleistungen weiter verbessert.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte gemäß den endgültigen Zahlen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 klar verbessert werden und stieg auf 2,15 Mio. € (VJ: 0,93 Mio. €). Damit fiel das EBIT leicht besser aus als bislang von uns prognostiziert (GBC-Schätzung: 2,10 Mio. €). Das nachstehende Schaubild zeigt die operativen Ergebnisse der Segmente Cloud Computing, Content Management und zentrale Einheiten.



Quelle: PIRONET, GBC

Verantwortlich für den deutlichen Ergebnisanstieg auf Konzernebene war hauptsächlich die erfreuliche Entwicklung im Bereich Cloud Computing. Aufgrund von Skaleneffekten infolge des dynamischen Umsatzwachstums konnte die EBIT-Marge in 2012 weiter auf 12,7 % (VJ: 11,9 %) verbessert werden.

Des Weiteren verbesserte sich das EBIT im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 im Bereich „Zentrale Einheiten“ deutlich auf -1,4 Mio. € (VJ: -3,4 Mio. €). Hier wirkten sich die eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen positiv aus. Zudem belasteten im Vorjahr Abfindungen von knapp 1,3 Mio. € das Segment „Zentrale Einheiten“.

Das Finanzergebnis fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 mit 0,53 Mio. € deutlich positiv aus. Die positive Entwicklung erklärt sich neben den vereinnahmten Zinsen aufgrund der hohen Nettoliquidität auch durch einen Veräußerungsgewinn aus dem Verkauf der Beteiligung xplace sowie durch eine Earn-Out Zahlung aus einer ehemaligen Beteiligungsgesellschaft.

Die Konzernsteuerquote lag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 bedingt durch die vorhandenen Verlustvorträge bei lediglich 11,2 %. Unter Berücksichtigung der latenten Steuern belief sich die effektive Steuerquote sogar nur 10,3 %. Insgesamt verfügt die PIRONET NDH AG noch über körperschaftsteuerliche und gewerbsteuerliche Verlustvorträge von annähernd 40 Mio. €, so dass die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren den Regelungen der Mindestbesteuerung unterliegt.

Unter Berücksichtigung eines positiven Ertrags aus dem Verkauf der nexum AG (aufgegebene Geschäftsbereiche) von 0,64 Mio. € belief sich der Jahresüberschuss in 2012 auf 2,99 Mio. € (VJ: -0,92 Mio. €). Dies entspricht einem Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 0,20 Mio. € (VJ: -0,06 €).

Nachdem die PIRONET NDH AG im Vorjahr eine Dividende von 0,10 € an die Aktionäre ausgeschüttet hat, wird der Vorstand anlässlich der diesjährigen Hauptversammlung eine erhöhte Dividende von 0,15 € vorschlagen. Davon sind 0,05 € als Sonderdividende im Zusammenhang mit dem Verkauf der nexum AG und der xplace GmbH zu sehen. Damit behält die Gesellschaft ihre nachhaltige Dividendenpolitik bei.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Hervorragende Bilanzkennzahlen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012
Eigenkapital	33,36	34,91
EK-Quote	79,7 %	83,9 %
Nettoverschuldung	-23,58	-26,63
Operatives Anlagevermögen	8,58	6,83
Net Working Capital	0,54	0,78

Quelle: PIRONET, GBC

Die PIRONET NDH AG verfügt unverändert über hervorragende Bilanzrelationen. So konnte die ohnehin schon hohe Eigenkapitalquote nochmals verbessert werden. Zum 31.12.2012 lag die Eigenkapitalquote mit knapp 84 % auf einem sehr hohen Niveau.

Die Nettoliquidität betrug per Ende Dezember mehr als 21 Mio. €. Gleichzeitig ist die Gesellschaft frei von jeglichen Bankkrediten und Pensionsrückstellungen. Neben dem positiven freien Cash Flow profitierte das Unternehmen in 2012 auch durch die Einzahlung aus dem Verkauf der xplace GmbH von 3 Mio. €.

Die PIRONET NDH AG verfügt noch über hohe körperschaftsteuerliche und gewerbsteuerliche Verlustvorträge von fast 40 Mio. €. Hierfür sind aktive latente Steuern von 4,43 Mio. € in der Bilanz berücksichtigt. Weitere Nachaktivierungen in den kommenden Jahren halten wir aus diesem Grund für möglich.

Des Weiteren erachten wir es als sehr wahrscheinlich, dass der PIRONET NDH AG in den kommenden Jahren noch Zahlungen im Zusammenhang mit dem Verkauf der nexum AG erhalten wird. Diese werden sich zusätzlich positiv auf die Nettoliquidität auswirken.

Das operative Anlagevermögen hat sich im Jahresverlauf auf 6,83 Mio. € (VJ: 8,58 Mio. €) reduziert. Der Geschäfts- und Firmenwert lag zum Jahresende 2012 bei lediglich 0,78 Mio. € und entfällt auf die Imperia AG. Den Geschäfts- und Firmenwert erachten wir als werthaltig.

Die Investitionen lagen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 bei rund 2,7 Mio. € und damit deutlich unter den Abschreibungen. Davon wurden rund 1,2 Mio. € in die Infrastruktur im Bereich Cloud Computing investiert. Im Segment Content Management wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 Eigenleistungen von 1,16 Mio. € (VJ: 1,41 Mio. €) aktiviert.

Das Working Capital bei der PIRONET NDH AG besitzt geschäftsmodellbedingt gute Relationen. Dies hängt unter anderem mit dem hohen Anteil wiederkehrender Erlöse aus den langlaufenden Verträgen (ITK Outsourcing) und Wartungserlösen (Imperia) zusammen.

SWOT - ANALYSE PIRONET NDH AG

Stärken

- Hervorragende Bilanzqualität mit einer Nettoliquidität von über 21 Mio. €
- Ausgezeichnete Marktpositionierung im Wachstumsmarkt Cloud Computing
- Tochtergesellschaften in attraktiven Marktsegmenten aktiv
- Langjährige Kundenbeziehungen und große Bestandskundenbasis
- Hohe Erneuerungsquote der Verträge im Bereich Cloud Computing
- Hoher Anteil wiederkehrender Erlöse aus langlaufenden Verträgen (Cloud Computing) und Wartungserlösen (Imperia)
- Diversifizierung durch die beiden unterschiedliche IT-Marktsegmente
- Nachhaltige Dividendenpolitik
- Hohe steuerliche Verlustvorträge von fast 40 Mio. € führen zu moderaten Steuerzahlungen in den kommenden Jahren

Schwächen

- Geringe Synergien zwischen den beiden Tochterunternehmen
- Produktgeschäft hat die kritische Größe noch nicht erreicht

Chancen

- Markt für Cloud Computing wird deutlich wachsen in den kommenden Jahren
- Zusätzliche Umsätze aus dem Ausbau des Partnergeschäfts im Produktbereich
- Steigende Tagessätze infolge eines verbesserten konjunkturellen Umfelds
- Solide Bilanzsituation birgt Vorteile gegenüber Wettbewerbern bei der Auftragsvergabe von Kunde

Risiken

- Abwerbung wichtiger Mitarbeiter oder ganzer Teams durch Wettbewerber
- Mietgebührenmodelle im Produktgeschäft führen temporär zu einem geringeren Lizenzumsatz
- Insolvenz von wichtigen Kunden

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	43,18	47,10	52,80
EBITDA (Marge)	6,25 (14,5 %)	6,86 (14,6 %)	7,83 (14,8 %)
EBIT (Marge)	2,15 (5,0 %)	2,86 (6,1 %)	3,83 (7,2 %)
Jahresüberschuss	2,99	2,14	2,82
EPS	0,20	0,15	0,18

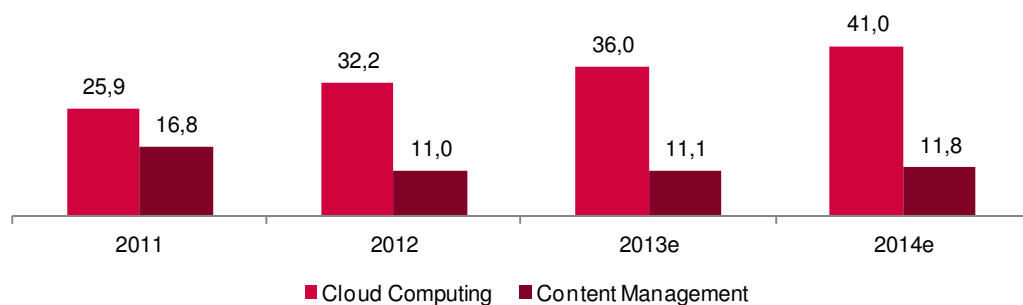
Quelle: GBC

Umsatzprognosen - Zweistelliges Wachstum im Bereich Cloud Computing setzt sich fort

Wir gehen fest davon aus, dass sich das Umsatzwachstum der PIRONET NDH AG in den beiden kommenden Geschäftsjahren 2013 und 2014 fortsetzen wird. Als der wesentliche Wachstumstreiber wird sich dabei erneut das Segment Cloud Computing erweisen.

Für den Konzern rechnen wir im laufenden Geschäftsjahr 2013 mit einem weiteren Umsatzanstieg um 9,1 % auf dann 47,10 Mio. €. Der Vorstand hat im Rahmen des Geschäftsberichts ein Umsatzwachstum von 8 bis 10 % in Aussicht gestellt. Im Folgejahr 2014 plant der Vorstand von einem Umsatzzuwachs von mehr als 10 %.

Umsatzentwicklung der Segmente (in Mio. €)



Quelle: GBC

Für das Segment Cloud Computing erwarten wir in den beiden nächsten Jahren 2013 sowie 2014 jeweils ein zweistelliges Umsatzwachstum. Unsere Schätzungen sehen hier ein Umsatzvolumen von 36,0 Mio. € für 2013 respektive 41,0 Mio. € für 2014 vor.

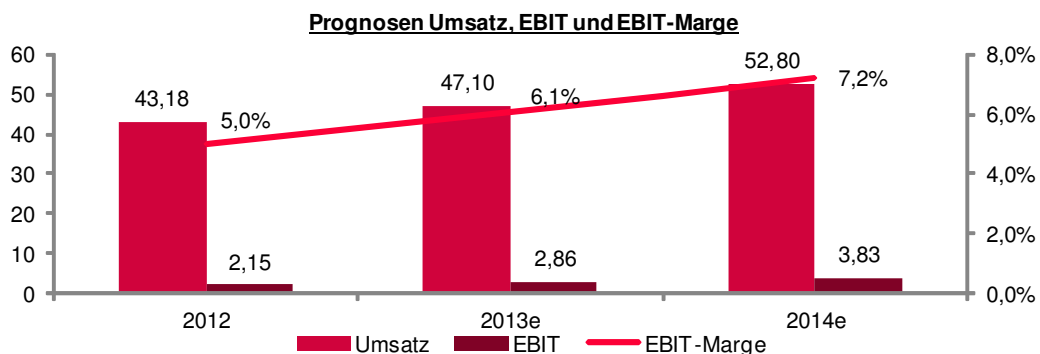
Die PIRONET NDH AG ist nach unserer Ansicht ausgezeichnet im schnell wachsenden Markt für Cloud Computing positioniert. Das Unternehmen verfügt sowohl über ein ganzheitliches auf den Mittelstand ausgerichtetes Produktportfolio, als auch über eine große Bestandskundenbasis, um an dem erwarteten dynamischen Marktwachstum entsprechend zu partizipieren. Des Weiteren betreibt das Unternehmen ein eigenes modernes Rechenzentrum und verfügt somit über die notwendige technische Infrastruktur. Aufgrund der im Regelfall über mehrere Jahre laufenden Verträge, sowie der hohen Verlängerungsquoten sehen wir hinsichtlich unserer Prognosen eine gute Planbarkeit.

Neben der Bereitstellung umfangreicher Cloud-Services unterstützt die PIRONET NDH AG die Kunden seit April 2012 auch bei der Planung, Realisierung und dem Roll-Out eigener IT-Infrastrukturen auf Basis modernster Cloud-Technologien. Von dem noch relativ jungen Bereich Private Clouds sollten im laufenden Jahr weitere Wachstumsimpulse ausgehen.

Im Bereich Content Management erwarten wir nach dem Umsatzrückgang in 2012 wieder ein leichtes Wachstum für das laufende Geschäftsjahr 2013. Hier gehen wir für 2013 von einem leichten Umsatzanstieg auf 11,1 Mio. € aus. Im laufenden Jahr erwarten wir wieder ein stärkeres Lizenzgeschäft infolge der Gewinnung von Neukunden. Zudem sollte Imperia von dem Ausbau des indirekten Vertriebskanals profitieren. Hier konnten im vergangenen Jahr mit den renommierten Beratungshäusern Capgemini und BTC zwei wichtige Partner gewonnen werden. Die Erweiterung des Partnergeschäft für die Softwareprodukte soll auch in 2013 weiter vorangetrieben werden.

Ergebnisprognosen - Erwarteter Anstieg der EBIT-Marge in 2013 und 2014

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) sollte gemäß unserer Schätzung auch in 2013 weiter ansteigen. Wir erwarten hier eine Verbesserung auf 6,86 Mio. €. Dies entspricht einer EBITDA-Marge von 14,6 %.



Quelle: GBC

Die Abschreibungen sollten erwartungsgemäß mit -4,00 Mio. € auf einem hohen Niveau bleiben und auf Höhe der Investitionen liegen. Folglich errechnet sich für 2013 ein EBIT von 2,86 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 6,1 % entspricht. Der Vorstand hat ein EBIT für 2013 von mehr als 2,8 Mio. € in Aussicht gestellt. Für das kommende Geschäftsjahr 2014 ist dann eine nochmalige Verbesserung geplant. Dieser Entwicklung tragen wir mit einer erwarteten EBIT-Prognose von 3,83 Mio. € Rechnung.

Das Finanzergebnis sollte in 2013 vor dem Hintergrund der hohen Nettoliquidität mit 0,20 Mio. € positiv ausfallen. Die Konzernsteuerquote haben wir unter konservativen Gesichtspunkten mit 30,0 % angenommen. Eine Nachaktivierung von Verlustvorträgen erscheint nach unserer Ansicht realistisch, so dass die ausgewiesene Steuerquote durchaus auch geringer ausfallen könnte.

Unsere Prognosen erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2013 einen Jahresüberschuss bzw. einen Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 2,14 Mio. € respektive von 0,15 €. Unter Berücksichtigung einer effektiven Steuerquote von 12 % aufgrund der vorhandenen Verlustvorträge läge das EPS bei 0,18 €. Vor dem Hintergrund der erhöhten Profitabilität sowie der sehr guten Eigenkapitallage rechnen wir mit einer Dividende von 0,10 €.

Ein kurzer Blick auf die Bewertungskennzahl EV/EBITDA für die beiden Jahre 2013 und 2014 von rund 3 sowie 2,6 zeigt die in unseren Augen sehr attraktive Bewertung der PIRO-NET-Aktie. Ein EV/EBITDA von unter 3 indiziert eine klare Unterbewertung der Aktie.

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 2013 und 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,5 % 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 2,0 %.

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 1,46.

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 10,0 %.

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 4,90 € (bisher: 3,60 €).

Damit haben wir unser bisheriges Kursziel deutlich nach oben angepasst.

PIRONET NDH AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	15,5%	ewige EBITA - Marge	9,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	58,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	7,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency					final	
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	Endwert
in Mio.									
Umsatz (US)	47,10	52,80	55,44	58,21	61,12	64,18	67,39	70,76	
US Veränderung	9,1%	12,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,93	7,76	8,15	8,56	8,99	9,44	9,91	10,41	
EBITDA	6,86	7,82	8,59	9,02	9,47	9,95	10,45	10,97	
EBITDA-Marge	14,6%	14,8%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	
EBITA	2,86	3,82	4,59	5,02	5,47	5,95	6,45	6,97	
EBITA-Marge	6,1%	7,2%	8,3%	8,6%	9,0%	9,3%	9,6%	9,8%	9,8%
Steuern auf EBITA	-0,86	-1,15	-1,38	-1,51	-1,64	-1,78	-1,93	-2,09	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,00	2,68	3,22	3,52	3,83	4,16	4,51	4,88	
Kapitalrendite	26,3%	30,4%	32,8%	32,9%	35,2%	37,5%	39,9%	42,2%	42,1%
Working Capital (WC)	2,00	3,00	3,90	4,10	4,30	4,52	4,74	4,98	
WC zu Umsatz	4,2%	5,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in WC	-1,23	-1,00	-0,90	-0,20	-0,20	-0,22	-0,23	-0,24	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,80	6,80	6,80	6,80	6,80	6,80	6,80	6,80	
AFA auf OAV	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	
AFA zu OAV	58,8%	58,8%	58,8%	58,8%	58,8%	58,8%	58,8%	58,8%	
Investitionen in OAV	-3,98	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	
Investiertes Kapital	8,80	9,80	10,70	10,90	11,10	11,32	11,54	11,78	
EBITDA	6,86	7,82	8,59	9,02	9,47	9,95	10,45	10,97	
Steuern auf EBITA	-0,86	-1,15	-1,38	-1,51	-1,64	-1,78	-1,93	-2,09	
Investitionen gesamt	-5,20	-5,00	-4,90	-4,19	-4,20	-4,21	-4,23	-4,24	
Investitionen in OAV	-3,98	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	
Investitionen in WC	-1,23	-1,00	-0,90	-0,20	-0,20	-0,22	-0,23	-0,24	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,80	1,68	2,31	3,32	3,63	3,95	4,29	4,64	58,90
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	45,85	48,76							
Barwert expliziter FCFs	15,65	15,54							
Barwert des Continuing Value	30,20	33,22							
Nettoschulden (Net debt)	-25,44	-25,13							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	71,29	73,89							
Fremde Gewinnanteile	0,24	0,25							
Wert des Aktienkapitals	71,52	74,14							
Ausstehende Aktien in Mio.	14,590	14,590							
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,90	5,08							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	22,5%
WACC	10,0%

Kapitalrendite	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
38,1%	5,10	4,88	4,70	4,53	4,39
40,1%	5,23	5,00	4,80	4,63	4,47
42,1%	5,35	5,11	4,90	4,72	4,56
44,1%	5,48	5,23	5,01	4,81	4,65
46,1%	5,61	5,34	5,11	4,91	4,73

Fazit

Die PIRONET NDH AG kann auf ein sehr erfolgreiches Geschäftsjahr 2012 zurückblicken. Das Wachstum im Kerngeschäftsbereich Cloud Computing verlief mit fast 25 % sehr dynamisch und konnte gegenüber den Vorjahren sogar nochmals beschleunigt werden. Die große Bestandskundenbasis mit langlaufenden Verträgen in Verbindung mit einer hohen Aktivität bei der Neukundengewinnung waren für dieses Wachstum verantwortlich. Erstmals konnte in 2012 im Bereich Cloud Computing die Umsatzgrenze von 30 Mio. € übertroffen werden. Der zweite Bereich Content Management verzeichnete dagegen einen erwarteten Umsatzrückgang in 2012. Im Vorjahr wurden hier außerordentliche und einmalige Lizenzlöse mit Großkunden erzielt.

Das EBIT konnte in 2012 gegenüber dem Vorjahr deutlich auf 2,15 Mio. € verbessert werden. Damit wurden die GBC-Prognosen leicht übertroffen. Der Ergebnisanstieg ist im Wesentlichen auf die hervorragende Geschäftsentwicklung des Segments Cloud Computing zurückzuführen. Aber auch auf der Holding-Ebene konnten Kosteneinsparungen realisiert werden. Durch den Verkauf der Agentur nexum AG erzielte das Unternehmen einen positiven Ertrag. Gleichzeitig wurde hierdurch die Fokussierung auf das Kerngeschäft Cloud Computing weiter vorangetrieben.

Die sehr hohe Nettoliquidität von mehr als 21 Mio. € sowie der deutlich positive freie Cash Flow ermöglichen die Fortsetzung der Dividendenpolitik. Der freie Cash Flow wurde neben der operativen Ertragskraft auch durch die vorhandenen Verlustvorträge sowie ein gegenüber den Abschreibungen geringeres Investitionsvolumen positiv beeinflusst. Folglich soll die Dividende auf 0,15 € gegenüber 0,10 € im Vorjahr erhöht werden. Davon sind 0,05 € als Sonderdividende im Zusammenhang mit dem Verkauf der nexum AG und der xplace GmbH zu sehen.

Für die beiden kommenden Geschäftsjahre 2013 und 2014 erwarten wir eine Fortsetzung des Wachstumskurses. Als Wachstumstreiber sollte sich dabei unverändert der Bereich Cloud Computing erweisen. Die Planbarkeit hinsichtlich der zukünftigen Umsatzentwicklung schätzen wir aufgrund der langlaufenden Verträge sowie der hohen Verlängerungsquote von Bestandskunden als gut ein. Das Umsatzwachstum in den beiden kommenden Jahren sollte entsprechend von weiteren Verbesserungen auf der Ergebnisseite begleitet werden. Das Bewertungsniveau erachten wir mit einem 2013er und 2014er EV/EBITDA von 3 sowie 2,6 als ausgesprochen attraktiv ein.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der PIRONET NDH AG ein neues Kursziel in Höhe von 4,90 € (bisher: 3,60 €) ermittelt. Damit haben wir das Kursziel deutlich nach oben angepasst. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs errechnet sich somit noch ein deutliches Potential. Wir bestätigen damit die Kaufempfehlung 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. 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/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), (7)

§ 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



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