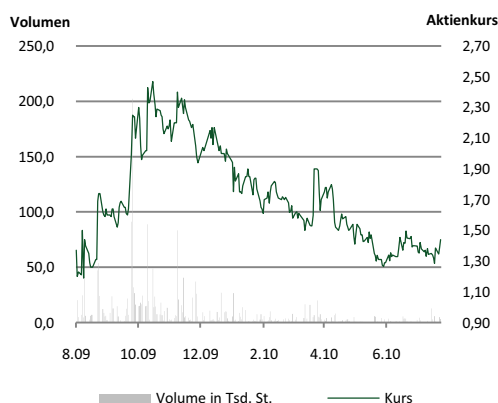


<b>Empfehlung:</b>	<b>KAUFEN</b>
<b>Kursziel:</b>	<b>2,50 Euro</b>
<b>Potenzial:</b>	<b>+69 Prozent</b>

Tickerdaten	
Kurs	1,48 Euro (Xetra)
ISIN	CH0022237009
WKN	A0F5UQ
Bloomberg	O5H:GR
Reuters:	O5H.DE
Segment	General-Standard
Branche	Software

Analyse	
Publikationsdatum	27. August 2010
Analyse	NewsComment
Kontakt	Alexander Braun 040 / 4 1111 37-77 a.braun@montega.de

**Kursentwicklung**



Source: Capital IQ

Werte	
Marktkapitalisierung	35,07 Mio. CHF
Enterprise Value	32,87 Mio. CHF
Buchwert	10,76 Mio. CHF
Nettofinanzverbindlichkeiten	-2,5 Mio. CHF

Aktie	
Aktienanzahl	18,09 Mio.
High / Low (in Euro)	2,55 / 0,68
ØHandelsvol. (Stück)	9.8 Tsd.
Aktionäre	Heinrich Dattler: 11,78% René C. Jäggi: 9,24% Enuhill Portfolio Inc.: 7,19% Robert E. Züllig: 5,81% Streubesitz: 65,98%

Termine	
Halbjahresbericht 2010	25. August 2010
Zwischenbericht Q3/2010	05. November 2010

**H1-Zahlen berichtet – Starker Cashflow, Guidance bestätigt**

Am 25.08.2010 hat OpenLimit den **Halbjahresbericht 2010** vorgelegt. Der Umsatz stieg im Vorjahresvergleich um 49% auf 2,08 Mio. CHF. Die Ergebnisentwicklung wurde weiterhin von den hohen Vorleistungen im Rahmen des nPA-Projektes (neuer Personalausweis) geprägt. Zudem hat sich eine **Veränderung des Wechselkursverhältnisses** (CHF gegenüber EUR aufgewertet) negativ im Finanzergebnis niedergeschlagen. Durch die währungsinduzierte Neubewertung des Cashbestandes und der offenen Debitoren hat OpenLimit einen Finanzaufwand in Höhe von 614 Tsd. CHF verzeichnet (nach 19 Tsd. CHF in H1/2009). Als Folge lag das Nettoergebnis mit -2,73 Mio. CHF deutlich im negativen Bereich (Vj. -1,15 Mio. CHF).

**Finanzmittelbestand ausgebaut**

Die **Liquiditätssituation** hat sich in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres **weiter verbessert**. Der Bewertungseffekt im Finanzergebnis ist überwiegend nicht liquiditätswirksam. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen wurden deutlich reduziert. Der **operative Cashflow** konnte folglich **deutlich gesteigert** werden und lag in H1/2010 bei 2,11 Mio. CHF (H1/2009: 1,09 Mio. CHF). Zudem hat das Unternehmen einen Zufluss aus einer Kapitalerhöhung im Rahmen des Mitarbeiter-Optionsprogramm verzeichnet. Der Finanzmittelbestand stieg gegenüber Q4/2009 deutlich um mehr als 1 Mio. CHF auf 2,48 Mio. CHF. Auch wenn die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (aktuell: 3,6 Mio. CHF) bedingt durch das Geschäftsmodell im Jahresverlauf wieder etwas ansteigen werden, reicht die Liquiditätsreserve u.E. aus, um das weitere Wachstum zu finanzieren.

**Prognosen leicht angepasst**

Die Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr lag über unseren Erwartungen. Mit impuls konnte bereits 1,5 Monate vor dem eigentlichen Rollout des nPA ein erster Großkunde für die Implementierung der notwendigen IT-Infrastruktur gewonnen werden. Zum jetzigen Zeitpunkt war dies noch nicht zu erwarten.

(weiter auf der nächsten Seite)

	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Kennzahlen je Aktie in CHF, andere Angaben in Mio. CHF, Kurs in CHF: 1,94					
<b>Umsatz</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>8,5</b>	<b>13,0</b>	<b>18,4</b>
Umsatz (alt)			8,4	13,0	18,4
Delta			1,7%	0,0%	0,0%
<b>aktivierte Eigenleistungen</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>5,2</b>
<b>Gesamtleistung</b>	<b>9,3</b>	<b>9,6</b>	<b>12,2</b>	<b>17,3</b>	<b>23,6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>0,7</b>	<b>3,3</b>	<b>7,1</b>	<b>10,9</b>
Marge	40,91%	11,36%	38,66%	54,97%	59,14%
EBITDA (alt)			3,4	7,1	10,9
Delta			-2,9%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>3,8</b>	<b>6,8</b>
Marge	25,20%	-18,68%	7,16%	28,97%	37,14%
EBIT (alt)			0,7	3,8	6,9
Delta			-12,6%	0,0%	0,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>5,5</b>
Marge	19,11%	-12,20%	0,67%	23,17%	29,93%
Nettoergebnis (alt)			0,5	3,0	5,5
Delta			-88,5%	0,0%	0,0%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,00</b>	<b>0,17</b>	<b>0,30</b>
Ergebnis je Aktie (alt)			0,03	0,17	0,31
Delta			n.m.	0,0%	0,0%
<b>EV/Umsatz</b>	<b>4,60</b>	<b>4,99</b>	<b>3,85</b>	<b>2,54</b>	<b>1,79</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>11,26</b>	<b>43,92</b>	<b>9,95</b>	<b>4,62</b>	<b>3,02</b>
<b>EV/EBIT</b>	<b>18,27</b>	<b>n.m.</b>	<b>53,74</b>	<b>8,76</b>	<b>4,81</b>
<b>KGV</b>	<b>24,25</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>11,41</b>	<b>6,47</b>
<b>ROCE</b>	<b>22,8%</b>	<b>-11,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>24,5%</b>	<b>34,9%</b>

Quellen: Montega (Prognosen), CapitalIQ (Kurse), Unternehmen

Vor diesem Hintergrund wurde die **Umsatzprognose für 2010 leicht erhöht** (+1,7%). Der Personalbestand wurde weiter ausgebaut (53 Mitarbeiter per Ende 30.06.2010, +3). Zudem wurde mit Christian Fuessinger der Vorstand (CFO) erweitert. Die Personalkosten haben wir als Folge leicht nach oben angepasst. Zusammen mit dem negativen Währungseffekt ergibt sich ein Nettoergebnis für 2010e in Höhe von 0,1 Mio. CHF (zuvor: 0,5 Mio. CHF).

### **Guidance bestätigt**

Trotz des negativen Währungseffektes hat OpenLimit die Guidance bestätigt. Für das laufende Geschäftsjahr erwartet der Vorstand ein yoy-Umsatzwachstum von 30% sowie ein positives Nettoergebnis. Ein weiterer Anstieg des CHF gegenüber dem Euro könnte allerdings eine ergebnisseitige Anpassung der Guidance notwendig machen.

### **Zukünftiger Newsflow positiv**

Die Nachrichtenlage dürfte sich in den nächsten Monaten weiter verbessern:

- Vor kurzem konnte der erste **Großauftrag** im Bereich eID-Server bekannt gegeben werden (siehe unsere Publikation vom 17.08.2010), vor dem Hintergrund des nPA-Rollouts im November 2010 dürfte sich die Auftragslage in den kommenden Monaten sehr positiv entwickeln.

- Laut einer Analyse der DATEV werden bereits im Jahr 2015 ca. **50% der deutschen Bevölkerung den neuen Personalausweis nutzen**. Der IT-Dienstleister für Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte sowie deren Mandanten hat bereits erste Teststellungen des eID-Servers und der Serverkomponenten zum Einsatz des nPAs in Geschäfts- und Behördenprozesse implementiert. Das Unternehmen gehört zu den strategisch wichtigsten Kooperationspartnern und Kunden von OpenLimit (z.B. Lohnabrechnungen online abrufen).

- Fujitsu Technology hat auf Basis des OpenLimit Middleware-Technologie das Produkt Sec-Docs zur Langzeitspeicherung von Daten entwickelt. Mit der Fertigstellung wird in Q4/2010 gerechnet. Fujitsu Technology hat bereits mit den Vertriebsaktivitäten begonnen.

### **Bewertung**

Im Konsortium mit Siemens und der Bundesdruckerei ist OpenLimit der exklusive Lieferant des Bürgerclients inkl. eID-Server (andere Anbieter müssen mit der Schnittstelle umgehen können) und **weltweit das einzige Unternehmen**, das über eine nach dem international höchsten Sicherheitsstandard (Common Criteria EAL 4+) zertifizierte Signaturlösung verfügt (notwendig für qualifizierte digitale Signaturen). Das aktuelle Bewertungsniveau (KGV von ca. 11 für 2011e) spiegelt diese Wettbewerbsqualität und die sich aus den Marktchancen ableitenden Wachstumsaussichten (siehe auch Unternehmensstudie vom 23. April 2010) u.E. nicht wider. Das Kursziel auf Basis unseres DCF-Modells beträgt 2,50 Euro. Mit einem Upside-Potenzial von rund 69% empfehlen wir den **Kauf** der OpenLimit-Aktie.

ANHANG

G&V (in Mio. CHF) OpenLimit	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>8,5</b>	<b>13,0</b>	<b>18,4</b>
<b>aktivierte Eigenleistungen</b>	2,1	3,0	3,7	4,3	5,2
Materialaufwand	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3
<b>Rohrertrag</b>	<b>9,3</b>	<b>9,4</b>	<b>12,1</b>	<b>17,1</b>	<b>23,3</b>
Personalaufwand	4,8	6,7	6,8	7,5	9,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,6	2,0	2,3	2,5	2,8
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>0,7</b>	<b>3,3</b>	<b>7,1</b>	<b>10,9</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
<b>EBITA</b>	<b>2,8</b>	<b>0,6</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>10,7</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,9	2,6	3,2	3,8
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>3,8</b>	<b>6,8</b>
Zinsertrag	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Zinsaufwendungen	0,4	0,2	0,7	0,1	0,1
Finanzergebnis	-0,4	-0,2	-0,5	0,0	0,1
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,1</b>	<b>3,8</b>	<b>6,9</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,1</b>	<b>3,8</b>	<b>6,9</b>
EE-Steuern	0,0	-0,6	0,0	0,0	1,4
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	1,4	-0,8	0,1	3,0	5,5
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>5,5</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>5,5</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) OpenLimit	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>aktivierte Eigenleistungen</b>	30,0%	45,1%	43,0%	33,5%	28,0%
<b>Bruttoergebnis vom Umsatz</b>	<b>130,0%</b>	<b>143,1%</b>	<b>141,4%</b>	<b>132,3%</b>	<b>126,6%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>40,9%</b>	<b>11,4%</b>	<b>38,7%</b>	<b>55,0%</b>	<b>59,1%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,4%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%
<b>EBITA</b>	<b>39,5%</b>	<b>9,8%</b>	<b>37,2%</b>	<b>53,8%</b>	<b>58,0%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	14,3%	28,5%	30,1%	24,8%	20,9%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>25,2%</b>	<b>-18,7%</b>	<b>7,2%</b>	<b>29,0%</b>	<b>37,1%</b>
Zinsertrag	0,7%	0,3%	1,3%	0,8%	0,8%
Zinsaufwendungen	6,3%	2,6%	7,6%	0,8%	0,5%
Finanzergebnis	-5,6%	-2,3%	-6,3%	0,0%	0,3%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>19,6%</b>	<b>-21,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>29,0%</b>	<b>37,4%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>19,6%</b>	<b>-21,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>29,0%</b>	<b>37,4%</b>
EE-Steuern	0,5%	-8,8%	0,2%	0,2%	7,5%
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	19,1%	-12,2%	0,7%	23,2%	29,9%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>19,1%</b>	<b>-12,2%</b>	<b>0,7%</b>	<b>23,2%</b>	<b>29,9%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>19,1%</b>	<b>-12,2%</b>	<b>0,7%</b>	<b>23,2%</b>	<b>29,9%</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. CHF) OpenLimit	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,6	4,7	5,8	6,6	7,7
Sachanlagen	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>3,7</b>	<b>4,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>8,0</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	5,4	7,3	6,0	8,2	11,3
Liquide Mittel	0,1	1,4	2,4	2,5	4,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>5,5</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>10,7</b>	<b>15,4</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>9,3</b>	<b>13,5</b>	<b>14,3</b>	<b>17,6</b>	<b>23,4</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>8,4</b>	<b>12,7</b>	<b>13,6</b>	<b>16,6</b>	<b>22,1</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	0,5	0,5	0,7	1,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>9,3</b>	<b>13,5</b>	<b>14,3</b>	<b>17,6</b>	<b>23,4</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) OpenLimit	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	38,8%	34,7%	40,2%	37,6%	32,8%
Sachanlagen	1,5%	1,1%	1,5%	1,6%	1,4%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>40,3%</b>	<b>35,8%</b>	<b>41,7%</b>	<b>39,2%</b>	<b>34,2%</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	58,6%	54,2%	41,6%	46,5%	48,5%
Liquide Mittel	1,1%	10,1%	16,6%	14,3%	17,3%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>59,7%</b>	<b>64,2%</b>	<b>58,3%</b>	<b>60,8%</b>	<b>65,8%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>90,3%</b>	<b>94,3%</b>	<b>94,8%</b>	<b>94,4%</b>	<b>94,5%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>2,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,1%</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	7,2%	3,8%	3,4%	4,1%	4,4%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>7,2%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,4%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kapitalflussrechnung (in Mio. CHF) OpenLimit	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,4	-0,8	0,1	3,0	5,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,9	2,6	3,2	3,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	1,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>6,4</b>	<b>9,6</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,8	-1,9	1,3	-2,2	-3,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,5	-0,1	0,0	0,2	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,2	-2,0	1,3	-2,0	-2,9
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>6,7</b>
CAPEX	-2,3	-3,1	-3,8	-4,3	-5,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,2</b>
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	3,7	0,8	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>3,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

<b>DCF Modell</b>								
Angaben in Mio. CHF	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>8,5</b>	<b>13,0</b>	<b>18,4</b>	<b>23,0</b>	<b>27,6</b>	<b>31,7</b>	<b>34,9</b>	<b>37,4</b>
Veränderung	29,7%	51,7%	42,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%	7,0%
<b>EBIT</b>	<b>0,6</b>	<b>3,8</b>	<b>6,8</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>9,5</b>	<b>10,5</b>	<b>11,2</b>
EBIT-Marge	7,2%	29,0%	37,1%	38,8%	33,0%	30,0%	30,0%	30,00%
<b>NOPAT</b>	<b>0,5</b>	<b>3,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,4</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>
in % vom Umsatz	31,5%	26,0%	22,0%	20,5%	15,0%	10,0%	9,0%	9,0%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	1,3	-2,0	-2,9	-2,3	-0,4	-1,3	-1,4	-1,1
- Investitionen	-3,8	-4,3	-5,2	-6,0	-5,0	-4,8	-3,5	-3,7
Investitionsquote	45,0%	33,0%	28,0%	26,0%	18,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Free Cash Flow (WACC-Mo)</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>	<b>5,7</b>	<b>4,3</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>
<b>WACC</b>	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
<b>Present Value</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>47,4</b>
<b>Kumuliert</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>4,3</b>	<b>8,1</b>	<b>10,7</b>	<b>14,1</b>	<b>61,6</b>

**Wertermittlung (Mio. CHF)**

Barwerte bis 2017	14,1
Terminal Value	47,4
Anteil vom Gesamtwert	74%
Verbindlichkeiten	0,0
Liquide Mittel	2,5
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>64,0</b>

Aktienzahl (Mio.)	18,09
<b>Wert je Aktie (CHF)</b>	<b>3,54</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>82%</b>
<b>Aktienkurs (CHF)</b>	1,94

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	30,00%
Fremdkapitalzins	8,0%
Marktrendite	9,25%
risikofreie Rendite	4,25%

Beta	1,50
WACC	9,91%
ewiges Wachstum	2,50%

Quelle: Montega

**Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen**

Kurzfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2013	39,1%
Mittelfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2015	30,0%
Langfristige Umsatzwachstumsannahmen	ab 2017	7,0%
Kurzfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2013	28,0%
Mittelfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2015	29,2%
Langfristige EBIT-Marge		30,0%

**Sensitivität Wert je Aktie (C ewiges Wachstum)**

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,41%	3,06	3,17	3,23	3,30	3,44
10,16%	3,26	3,39	3,47	3,55	3,72
<b>9,91%</b>	3,49	3,65	<b>3,54</b>	3,83	4,03
9,66%	3,76	3,94	4,04	4,15	4,40
9,41%	4,06	4,27	4,40	4,53	4,83

**Sensitivität Wert je Aktie (C EBIT-Marge ab 2017e)**

WACC	29,50%	29,75%	<b>30,00%</b>	30,25%	30,50%
10,41%	3,19	3,21	3,23	3,25	3,28
10,16%	3,42	3,44	3,47	3,49	3,52
<b>9,91%</b>	3,68	3,71	<b>3,54</b>	3,76	3,79
9,66%	3,83	3,85	3,88	3,91	3,94
9,41%	3,98	4,01	4,04	4,07	4,10

## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte:**

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Die Finanzanalyse wurde dem Emittenten vor ihrer Veröffentlichung zugänglich gemacht.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben:**

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

**Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:** Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

**Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Lurgallee 12

60439 Frankfurt