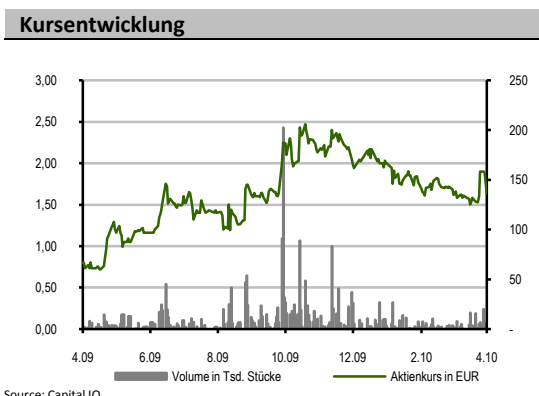


Empfehlung	Kaufen
Kursziel	2,50 Euro
Potenzial	+46 Prozent

Tickerdaten	
Kurs	1,71 Euro (Xetra)
ISIN	CH0022237009
WKN	A0F5UQ
Bloomberg	O5H:GR
Reuters:	O5H.DE
Segment	General-Standard
Branche	Software

Analyse	
Publikationsdatum	23. April 2010
Analyse	Ersteinschätzung
Kontakt	Alexander Braun
	040 / 4 1111 37-77
	a.braun@montega.de



Werte	
Marktkapitalisierung	44,32 Mio. CHF
Enterprise Value	43,22 Mio. CHF
Buchwert (wirtschaftlich)	8,1 Mio. CHF
Nettofinanzverbindlichkeiten	-1,4 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	
Geschäftsbericht 2009	21. April 2010
Zwischenmitteilung Q1/2010	12. Mai 2010
Hauptversammlung	31. Mai 2010
Halbjahresbericht 2010	25. August 2010

Einzigartige Positionierung bietet enormes Wachstumspotential

Am 18. Dezember 2008 hat der Deutsche Bundestag die Einführung des elektronischen Personalausweises (nPA) beschlossen. OpenLimit liefert hierfür die Anwendungssoftware. Im November diesen Jahres startet der Rollout.

Der Auftrag dürfte die zukünftige Geschäftsentwicklung der OpenLimit Holding AG tiefgreifend beeinflussen: In Zukunft wird sich die elektronische Signatur/Authentisierung zum **Massenmarkt-Produkt** entwickeln. Das Einsatzgebiet ist riesig, elektronische Signaturen werden mittelfristig in fast allen Bereich des Internets Einzug halten:

- Bei der Kommunikation mit Behörden (Steuererklärung, Anträge Transferleistungen, Meldevorgänge)
- Bei der Durchführung von Bankgeschäften (Kontoeröffnung, Überweisungen)
- Beim Online-Einkauf (kein Password-Wirrwarr + erhöhte Sicherheit)
- Beim Abschluss von Verträgen (Versicherungsverträge, Wechsel KK)

Vor allem auf der Vertriebssebene hat dieses Projekt für OpenLimit eine überragende Bedeutung: Bisher scheuten die Unternehmen Investition in die entsprechende IT-Infrastruktur - zu gering war die Nachfrage auf der Konsumentenseite.

Dieses sollte sich ab November 2010 ändern: 5-7 Mio. Bürger werden in der ersten Phase mit dem nPA ausgestattet. Bis 2013 dürften mehr als 30 Mio. Bürger über einen nPA verfügen. Um die Vorteile dieser eID-Card (größere Sicherheit, verbesserter Workflow, riesiges Kosteneinsparpotential,...) für sich nutzen zu können, werden Unternehmen und Behörden **zunächst in die notwendige IT-Infrastruktur** investieren müssen.

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). In der Folge wird OpenLimit überproportional am Wachstum des Marktes für digitale Signaturen partizipieren. Bis 2011 sollte der Umsatz von OpenLimit auf rund 13 Mio. CHF ansteigen. Das Ergebnis dürfte – getrieben von der dynamischen Umsatzentwicklung und der Verschiebung hin zu Lizenzerlösen (MONTEGA: 50% vom Gesamtumsatz) – überproportional zulegen (EBIT 2011e: 3,8 Mio. CHF). Wir stufen die Aktie von OpenLimit in einer Ersteinschätzung mit **„Kaufem“** ein. Das Kursziel auf Sicht von zwölf Monaten beträgt **2,50 Euro**.

	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Kennzahlen je Aktie in CHF, andere Angaben in Mio. CHF, Kurs: 2,45					
Umsatz	7,1	6,6	8,4	13,0	18,4
Rohtragsmarge	100,0%	100,0%	98,8%	99,1%	98,9%
EBITDA	2,9	0,7	3,4	7,1	10,9
EBITDA-Marge	40,9%	11,4%	40,3%	55,0%	59,1%
EBIT	1,8	-1,2	0,7	3,8	6,8
EBIT-Marge	25,2%	-18,7%	8,8%	29,0%	37,1%
Nettoergebnis	1,4	-0,8	0,5	3,0	5,5
Nettoergebnis-Marge	19,1%	-12,2%	6,5%	23,2%	29,9%
Ergebnis je Aktie	0,08	-0,04	0,03	0,17	0,30
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	6,05	6,56	5,16	3,33	2,35
EV/EBITDA	14,80	57,74	12,81	6,06	3,97
EV/EBIT	24,02	n.m.	58,51	11,50	6,32
KGV	30,63	n.m.	81,67	14,41	8,17
ROCE	22,8%	-11,4%	5,6%	25,0%	35,5%

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

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case.....3

- OpenLimit vor Umsatz- und Ergebnisschub4
- Aktie deutlich unterbewertet5

Timing und Sentiment6

SWOT8

- Stärken8
- Schwächen8
- Chancen8
- Risiken9

Markt und Wettbewerb10

Finanzen12

- Jüngste Performance12
- Entwicklung des Umsatzes12
- Überproportionaler Anstieg des Ergebnisses.....14
- Verbesserte Liquiditätslage.....14

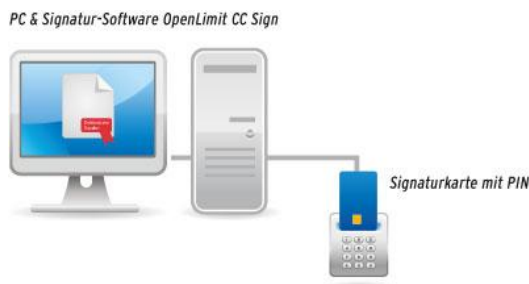
Bewertung15

Unternehmenshintergrund16

- Produkte16
- Management.....18
- Aktionärsstruktur19

Anhang20

Disclaimer25



INVESTMENT CASE

- Openlimit hat die erste weltweit nach dem internationalen Sicherheitsstandard Common Criteria EAL 4+ zertifizierte Signaturlösung (höchster Sicherheitsstandard).
- In Zukunft wird sich die elektronische Signatur / Authentisierung zum Massenmarkt-Produkt entwickeln.

OpenLimit ist ein international führender Anbieter elektronischer Identitäts- und Signatursoftware. Die elektronische Signatur dient dazu, den Unterzeichner eines elektronischen Dokumentes eindeutig zu identifizieren und so rechtsverbindliche Geschäfte zu ermöglichen. Trotz des riesigen Potentials hat sich der Markt für digitale Signaturlösungen bislang nicht so entwickelt, wie dies zu erwarten gewesen wäre. Die Wirtschaft hielt sich mit Investitionen in die notwendige IT-Infrastruktur bisher zurück. Diese Situation sollte sich nun ändern.

Signalwirkung durch Ausgabe des nPA

Die vom Deutschen Bundestag am 18. Dezember 2008 beschlossene Einführung des elektronischen Personalausweises (nPA) steht kurz bevor. Ab November 2010 wird mit der Ausgabe des nPA begonnen. Durch dieses eCard-Projekt dürfte sich der elektronische Signaturmarkt, der derzeit noch in den Kinderschuhen steckt, in wenigen Jahren zu einem **etablierten Markt entwickeln**.

Schon bald dürfte in vielen deutschen Wohnzimmern die notwendige Hardware zur Durchführung von „digitalen Geschäften“ bereitstehen. Dieses wird erhebliche Investitionen in die IT-Infrastruktur von Seiten der Wirtschaft, Krankenkassen und Behörden nach sich ziehen. OpenLimit als exklusiver Lieferant des **Bürgerclients** (Middleware, welche die Kommunikation zu Kartenlesegerät, Chipkarte und Server herstellt) sollte von dieser Entwicklung überproportional profitieren.

Bürgerclient verändert Markt für digitale Signaturen

Der Bürgerclient ist eine Softwareanwendung, die sich derzeit in der Endphase der Entwicklung befindet. Diese Anwendung ermöglicht es, die Inhaber des neuen Personalausweises (nPA) und anderer eID-Cards auf dem elektronischen Weg identifizieren zu können, zum Beispiel:

- beim Besuch der Internet-Website einer Behörde (Ummeldungen, Antrag auf Sozialleistungen, An-/Abmeldung Kfz,...).
- beim Online-Banking (keine umständliches und unsicheres PIN/TAN-Verfahren mehr notwendig).
- beim Einkauf im Internet (kein Login-Wirrwarr mehr für die Kunden, mehr Sicherheit für die Verkäufer).
- zur Durchführung von Alterskontrollen.

Zudem können mit Hilfe des Bürgerclients im Internet **rechtskräftige** Geschäfte abgeschlossen werden. Diese Möglichkeit wird mittelfristig erhebliche Veränderungen für die Nutzung des Mediums „Internet“ nach sich ziehen. Die umständliche Eröffnung eines Online-Kontos, der Abschluss von Versicherungen und viele weitere Vertragsangelegenheiten sind nun online möglich und zwar **rechtsverbindlich, sicher, schnell und kostengünstig**.

Die Unternehmen werden in der Folge bereit sein, in die notwendige IT-Infrastruktur zu investieren, um so die enormen Vorteile (Kosteneinsparung, Geschwindigkeit, Rechtssicherheit) für sich nutzen zu können.

Für OpenLimit bietet dies erhebliches Wachstumspotential, das darüber hinaus von **gesetzlichen Anforderungen** flankiert wird:

- neues ELSTER-Verfahren (elektronische Übermittlung der Einkommensteuererklärung).
- ELENA (elektronische Übermittlung von Arbeitnehmerdaten an eine zentrale Datenspeicherstelle).
- UStG (Bei einer auf elektronischem Weg übermittelten Rechnung müssen die Echtheit der Herkunft und die Unversehrtheit des Inhalts gewährleistet sein).
- eANV - elektronisches Abfallnachweisverfahren.
- etc.

OpenLimit vor Umsatz- und Ergebnisschub

OpenLimit hat die erste weltweit nach dem internationalen Sicherheitsstandard Common Criteria EAL 4+ zertifizierte Signaturlösung. Das Unternehmen hat als Exklusiv-Partner von Siemens für den Auftraggeber der Bundesregierung bei der Einführung des Bürgerclients eine absolut einzigartige Marktstellung. Für Dritte ist diese Positionierung somit unerreichbar. Diese Marktstellung dürfte sich auch in den zukünftigen Wachstumsraten von Umsatz und Ergebnis bemerkbar machen. Die Treiber sind dabei vor allem:

Die rasche Marktdurchdringung im Bereich „digitale Signaturlösungen“: Eine rasche Marktdurchdringung von digitalen Signaturlösungen getrieben durch die Einführung des nPA, flankiert von gesetzlichen Vorgaben.

Die Zusammenarbeit mit Fujitsu: Fujitsu ist weltweit der drittgrößte Serverproduzent. Die Japaner sind mit OpenLimit in der Entwicklung von SecDocs eine Kooperation eingegangen und planen SecDocs international zu vertreiben. SecDocs setzt auf den OpenLimit Middleware-Komponenten für die Langzeitspeicherung auf. Durch diese Kooperation beschleunigt OpenLimit die Marktpenetration. Gleichzeitig erhöht OL mit der Kooperation die Markteintrittsbarrieren für künftige Wettbewerber.

Auf Grundlage dieser Vereinbarung befinden sich die beiden Unternehmen derzeit in Verhandlungen über die zukünftigen Vertriebswege (erst kürzlich hat OL hierzu eine Ad-hoc-Meldung veröffentlicht, in der die Vertriebszusammenarbeit u.a. für den asiatischen Markt bekannt gegeben wurde) und die sich daraus ableitenden Erlösströme. Es ist davon auszugehen, dass OL Einnahmen in Form von Lizenzgebühren und wiederkehrenden Softwarepflegegebühren, jeweils abhängig von der Performance der gekauften Lösung, erhalten wird. Wir sehen außerdem noch weitere Möglichkeiten, die OpenLimit Software mit den Technologien von Fujitsu zu kombinieren, um einzigartige Kundenlösungen im Markt zu platzieren. Die Zusammenarbeit mit Fujitsu schätzen wir als sehr aussichtsreich ein.

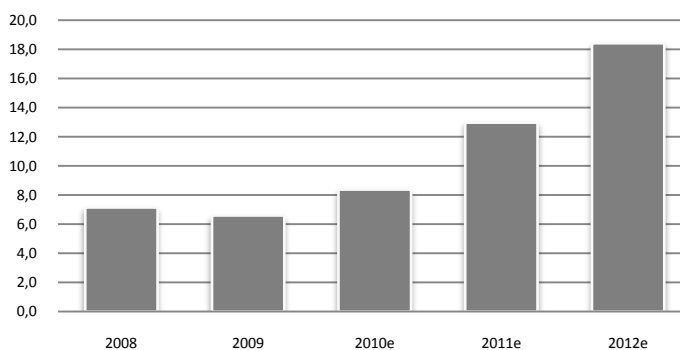
Weitere eCard-Projekte: In Zukunft ist mit der Durchführung weiterer eCard-Projekte (Gesundheitskarte, Bankkarten, etc.) zu rechnen: Alle eCard-Projekte können perspektivisch über den Bürgerclient abgewickelt werden. OpenLimit kann die verbesserten Marktzugänge mit Partnern nutzen, um auch die anderen eCard-Projekte zu bedienen.

Weitere Großaufträge im Bereich Archivierungslösungen: Aus der Positionierung als exklusiver Lieferant für den Bürgerclient und der Zusammenarbeit mit Fujitsu und der Bundesdruckerei resultiert aus unserer Sicht ein erhebliches Up-/Cross-Selling-Potential, das sich kurzfristig in weiteren Archivierungsaufträgen auswirken sollte.

Dies wird erhebliche Auswirkungen auf Umsatz und Ergebnis haben:

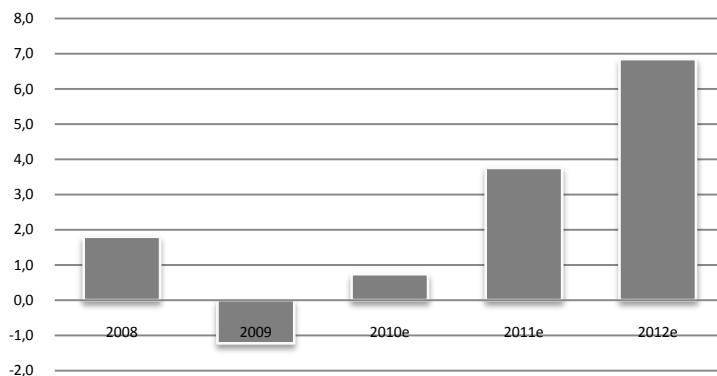
- Kurzfristig (in 2010) zunächst negativ, da die Umsetzung des Großprojektes „Bürgerclient“ Kapazitäten bindet sowie die Marge durch Projektvorleistungen belastet.
- Mittelfristig positiv in Form von deutlich steigenden Umsätzen und einem überproportionalen Ergebnisanstieg.

Umsatzentwicklung (Angabe in Mio. CHF)



Getrieben von der positiven Top-Line Entwicklung und der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells sollte das operative Ergebnis überproportional steigen:

EBIT-Entwicklung (Angabe in Mio. CHF)



Die langfristigen Wachstumsaussichten sind riesig. Der nPA ist der Beginn einer europaweiten Lancierung von eCard-Projekten (STORK, PEPPOL, EU-Dienstleistungsrichtlinien). Der elektronische Signaturmarkt wird in der Folge über Jahre hinweg wachsen. OpenLimit als klarer Technologieführer ist bestens positioniert, um von diesem dynamischen Marktwachstum zu profitieren.

Aktie deutlich unterbewertet

Auf dem aktuellen Kursniveau ist die Aktie der OpenLimit Holding AG deutlich unterbewertet. Das aktuelle Kursniveau spiegelt die einzigartige Positionierung, das attraktive Marktumfeld und die daraus resultierenden zukünftigen Wachstumsaussichten in keinsten Weise wider. Das DCF-Modell führt zu einem Kursziel von 2,50 Euro.

TIMING UND SENTIMENT

OpenLimit ist seit August 2005 börsennotiert. Das Listing erfolgte zu 2,31 Euro. Die hohen Erwartungen, die damals an die Entwicklung des Unternehmens gestellt wurden, konnten nicht erfüllt werden. Insbesondere die Erwartungen an die Entwicklungsgeschwindigkeit des Marktes für digitale Signaturlösungen erwiesen sich als zu optimistisch.

OpenLimit hat zahlreiche Kapitalmaßnahmen durchführen müssen, um die Entwicklungskosten decken zu können. Auch was die Zukunftsaussagen angeht, hat das Unternehmen seine Aktionäre wiederholt enttäuscht. Das Sentiment für die Aktie von OpenLimit ist demzufolge als eher negativ einzuschätzen.

Allerdings hat sich die Situation in den letzten Monaten verändert. Mit Marc Gurov ist ein neuer Vorstand an die Spitze des Unternehmens getreten, den aus Sicht von Montega eine eher konservative Kommunikation der Unternehmensziele auszeichnet (geringes Enttäuschungspotential). Zudem hat sich die Nachrichtenlage deutlich aufgehellt. Der jüngste Newsflow war äußerst positiv:

- OpenLimit konnte eine Kapitalerhöhung erfolgreich platzieren und sich somit die Mittel für das zukünftige Wachstum sichern.
- OpenLimit konnte mit der Beauftragung für den Bürgerclient das bedeutendste Projekt in der Unternehmensgeschichte gewinnen.
- Mit Siemens wurde eine feste Partnerschaftvereinbarung unterzeichnet, um zukünftig dem Markt aufeinander abgestimmte Gesamtlösungskonzepte anbieten zu können.
- Die Zusammenarbeit mit Fujitsu wurde vertieft. Der weltweit drittgrößte Server-Produzent unterstützt OpenLimit zukünftig bei den (internationalen) Vertriebsaktivitäten.
- OpenLimit erhielt von Fujitsu einen Großauftrag für das Projekt DiBAS der Bundesagentur für Arbeit. Das jährliche Umsatzvolumen dieses Projektes dürfte auch Sicht von Montega bei ca. 300 Tsd. EUR liegen.
- Fujitsu und OpenLimit haben ihre gemeinsame Lösung für die vertrauenswürdige Langzeitarchivierung SecDocs zur Zertifizierung durch das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI) angemeldet und am 04.03.2010 die Zertifikats-ID erhalten.
- OL gab am 09. April 2010 bekannt, dass erste Tests der Basis-Technologie von Fujitsu und OpenLimit zur international vertrauenswürdigen Langzeitspeicherung und –Archivierung in der zweiten Jahreshälfte 2010 bei Premiumkunden erfolgen wird. Unter anderem wird die Thüringer (Fach-) Justiz SecDocs ab dem 3. Quartal 2010 in einem Testbetrieb einsetzen.

Der zukünftige Newsflow sollte vor allem durch die folgenden Faktoren determiniert werden:

- Ein zunächst schwächeres H1/2010 (leichtes Umsatzwachstum, operativ leicht negativ), da wichtige Ressourcen durch das Leuchtturmprojekt „Bürgerclient“ gebunden werden.
- Synergien aus der Zusammenarbeit mit Fujitsu
- ...die zu einem rasanten Anstieg des Auftragseingangs führen.
- Einem Nachfrageschub nach Lösungen im Bereich digitale Signatur...
- ...hervorgerufen durch das Leuchtturmprojekt „Bürgerclient“.

Dieses sollte sich auch in den Zahlen von OpenLimit ablesen lassen:

- Insgesamt ist von einem deutlichen Anstieg der Umsatzbasis auszugehen (ab Q3/2010).
- Zusammen mit einer Verschiebung von Dienstleistungs- hin zu Lizenzumsätzen.
- Diese Verschiebung sollte in 2011 schließlich dazu führen, dass die Lizenzerlöse einen Anteil am Gesamtumsatz von rund 50% haben....
- ...und damit die Ertragssituation positiv beeinflussen.

SWOT

Stärken

OpenLimit weist eine Vielzahl von Stärken auf. Hierzu gehören:

- OpenLimit hat die erste weltweit nach dem internationalen Sicherheitsstandard Common Criteria EAL 4+ zertifizierte Signaturlösung.
- Vertrauenswürdigkeit der Signatur ist von staatlicher Seite bestätigt
- Durch weitere Zertifizierungen insbesondere beim Bürgerclient (z.B. Barrierefreiheit, Bedingung für Zusammenarbeit mit Behörden) hält OpenLimit den Technologievorsprung auch für die Zukunft aufrecht.
- Beweissicherung für digitale Signaturen von OpenLimit gilt weltweit - das ist derzeit einzigartig.
- Exklusiv-Partner für den Bürgerclient: eID-Server müssen mit der Middleware von OpenLimit umgehen können
- OpenLimit Client- und Serverkomponenten lassen sich leicht in bestehende Anwendungen integrieren.
- Enge Partnerschaft mit namhaften Unternehmen wie Adobe, Bundesdruckerei, Deutscher Sparkassenverlag, Fujitsu Technology Solutions.

Schwächen

Trotz der Produktqualität, der Stärke im Wettbewerb sowie dem First-Mover-Advantage weist das Unternehmen auch Schwächen auf:

- OpenLimit bewegt sich noch immer auf einem kleinen und stark fragmentierten Markt.
- Das Unternehmen ist von der Marktentwicklung abhängig. Diese war in der Vergangenheit nicht so dynamisch, wie vom Unternehmen zunächst erwartet.
- Abhängigkeit von Siemens, das den Generalauftrag für die Entwicklung des Bürgerclients erhalten hat.
- Abhängigkeit von Regularien und politischen Einflussfaktoren.
- In der Vergangenheit ist es nicht gelungen, die OpenLimit-Lösungen massenweise abzusetzen (Vertriebsschwäche, schwacher Markt).

Chancen

OpenLimit bewegt sich in einem äußerst attraktiven Marktumfeld, das eine Vielzahl von Chancen bietet:

- Der Schwerpunkt der Produktentwicklung liegt bei OpenLimit derzeit auf Massenmarktanwendungen.
- Das Leuchtturmprojekt „Bürgerclient“ beschleunigt die Akzeptanz von Lösungen für digitale Signaturen und elektronische Authentisierungsprozesse.
- Umsatz und Ergebnis entwickeln sich, getrieben durch das dynamische Marktumfeld, äußerst positiv.
- Das Geschäftsmodell ist hoch skalierbar, die Expansion ins Ausland bietet erhebliches Wachstumspotential.
- Fujitsu (weltweit drittgrößter Serverproduzent) wird die Vertriebsbemühungen intensivieren und OpenLimit bei der internationalen Expansion unterstützen.
- Das nPA-Projekt bietet großes Upselling-Potential, auch im Bereich anderer eID-Projekte.
- OpenLimit ist Technologieführer in einem attraktiven Marktsegment. Dieses und die Tatsache, dass sich rund 66% der Aktien im Streubesitz befinden, sprechen für eine mögliche Übernahme.

Risiken

Dennoch gibt es auch Risiken, die insbesondere aus der Unternehmensgröße und der anhaltenden Diskussion zum Thema Datensicherheit resultieren:

- Diskussionen um Datensicherheit in Zusammenhang mit der nPA-Einführung könnten sich negativ auf die Akzeptanz auswirken.
- Verschiebung beim Bürgerclient-Projekt: Rückschläge im Bereich der Gesundheitskarte haben gezeigt, dass staatliche Großprojekte oft nicht so ablaufen, wie dies zu erwarten wäre.
- Forderungen könnten ausfallen und die Liquiditätssituation des Unternehmens belasten.
- IBM (weltweit größter Anbieter von Servern) könnte zusammen mit einem großen Softwarekonzern eine gemeinsame Lösung für DS am Markt platzieren und so die Konkurrenzsituation verschärfen.
- Das Unternehmen hat den Personalbestand deutlich ausgeweitet und sich auf einen dynamischen Anstieg der Nachfrage eingestellt - dieser könnte ausbleiben.

MARKT UND WETTBEWERB

Am 18. Dezember 2008 hat der Deutsche Bundestag eines der größten IT-Projekte in der Geschichte Deutschlands angeschoben: die Einführung des elektronischen Personalausweises. Dieser wird zunächst für 5 bis 7 Mio. Bürger ab November 2010 ausgegeben. In den nächsten Jahren wird der nPA den herkömmlichen Personalausweis komplett ersetzen.

Mit diesem Schritt schafft Deutschland einen Standard für die elektronische Identität und Signatur, der nahezu alle Prozesse in Wirtschaft und Verwaltung verändern wird: überall wo früher Papier unterschrieben, ausgetauscht und archiviert werden musste, übernimmt in Zukunft ein elektronisches Dokument diese Funktion, das sich nahtlos in den digitalen Workflow integrieren lässt und so gewaltige Effizienzsteigerungen ermöglicht. Allein im Bereich invoicing lassen sich laut einer Studie der EU (Consultative paper on SEPA Incentives vom 13. 02. 2006) jährlich mehr als 100 Mrd. Euro einsparen.

Die Einführung der elektronischen Identität und Signatur ist demnach auch kein nationaler Alleingang, sondern ein Innovationsprojekt der EU, mit dem Brüssel die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Gemeinschaft stärken will (enormes Einsparpotential). Als allgemeines Ziel wurde die rechtssichere elektronische Kommunikation Anfang des Jahrzehnts in der sogenannten Lissabon-Strategie festgelegt, die konkrete Umsetzung schreiben mittlerweile zahlreiche Richtlinien und Gesetze auf europäischer und nationaler Ebene vor.

Bei der elektronischen Signatur werden drei Arten unterschieden, die gleichzeitig das Anwendungsgebiet determinieren:

- Einfache (z.B. Absender einer E-Mail – nicht rechtsverbindlich)
- Fortgeschrittene (können für rechtsverbindliche Prozesse in einer geschlossenen Benutzergruppe verwendet werden)
- Qualifizierte (können für rechtsverbindliche Prozesse in einer geschlossenen Benutzergruppe verwendet werden)

Fortgeschrittene elektronische Signaturen: Unter fortgeschrittenen elektronischen Signaturen versteht man solche, die ausschließlich dem Signaturschlüsselinhaber zugeordnet sind und die dessen Identifizierung ermöglichen. Darüber hinaus dürfen sie nur mit Mitteln erzeugt werden, die der Signaturschlüsselinhaber unter seiner alleinigen Kontrolle halten kann. Sie müssen so mit den die Signatur betreffenden Daten verknüpft sein, dass eine Veränderung der Daten bemerkt werden kann.

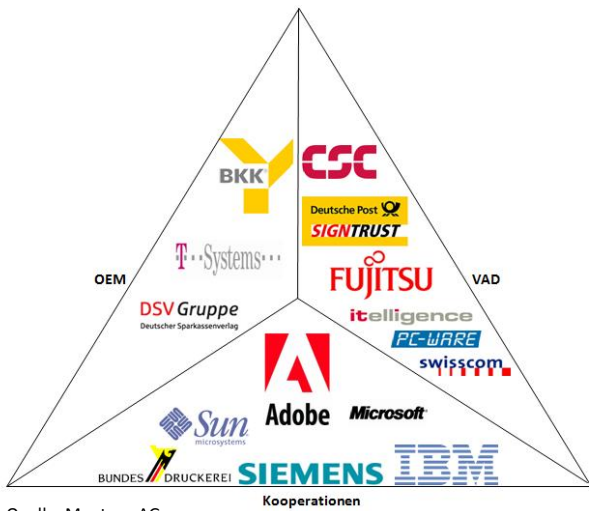
Qualifizierte elektronische Signaturen: Noch weiter gehen die Anforderungen an eine qualifizierte elektronische Signatur. Diese muss neben den Anforderungen an eine fortgeschrittene elektronische Signatur zudem auf einem Zertifikat beruhen, das zum Zeitpunkt ihrer Erzeugung Gültigkeit besaß und unter Verwendung einer sicheren Signaturerstellungseinheit erzeugt worden ist.

OpenLimit-Technologien werden sowohl für fortgeschrittene als auch qualifizierte elektronische Signaturen verwendet. Das Unternehmen hat die weltweit erste nach dem internationalen Sicherheitsstandard Common Criteria EAL 4+ zertifizierte Signaturlösung (höchster Sicherheitsstandard).

Kunden/Partner

Die OpenLimit-Basistechnologien werden als Lösungen im Projektgeschäft für die Privatwirtschaft und für den öffentlichen Sektor eingesetzt. Die starke Marktstellung und die umfassende Branchenerfahrungen werden durch die Referenzen des Unternehmens unterstrichen.

OpenLimit hat Vertriebspartnerschaften mit bekannten Value Added-Distributoren und Technologiepartnerschaften mit führenden internationalen IT-Konzernen aufgebaut, um auf überwiegend indirekte Weise seine Produkte



Quelle: Montega AG

an die Endkonsumenten zu vertreiben. Zu den Kunden/Partnern von OpenLimit gehören namhafte Unternehmen wie Adobe Systems, Bundesdruckerei, Deutscher Sparkassenverlag, Fujitsu, IBM, Microsoft, Siemens, Sun Microsystems und T-Systems.

Besonders hervorzuheben sind die Partnerschaften mit Siemens, der Bundesdruckerei und Fujitsu:

Siemens IT Solutions, die Bundesdruckerei und OpenLimit haben sich bei der Ausschreibung um das Projekt „nPA“ gegen ein Konsortium aus IBM und BOS durchgesetzt. Mit Fujitsu besteht eine enge Vertriebspartnerschaft. Der weltweit drittgrößte Serverhersteller vertreibt ausschließlich OpenLimit-Signatur-Software. Darüber hinaus besteht eine Zusammenarbeit im Bereich Kundensupport.

Auch die **jüngsten Referenzen unterstreichen die hohe Qualität** der Lösungen:

- elektronische Personalausweis in Deutschland (November 2009, Volumen insgesamt rund 4 Mio. EUR)
- Großauftrag für das Projekt DiBAS der Bundesagentur für Arbeit (Februar 2010, jährliches Volumen aus Sicht von Montega ca. 300 Tsd. EUR über die nächsten fünf Jahre) - über Fujitsu.

Wettbewerb

Der Markt für digitale Signaturlösungen ist sehr kompetitiv. Es gibt zahlreiche kleinere, nationale Mitbewerber (Secunet, Utimaco, etc.). Aber auch Großkonzerne wie Verisign und Adobe treten als Wettbewerber auf.

Die Einschätzung bezüglich der Wettbewerbsintensität ändert sich allerdings, wenn es um Anbieter von qualifizierten Signaturlösungen geht. Es gibt derzeit keinen Wettbewerber, der über eine CC EAL 4+ zertifizierte Technologie verfügt. Vielmehr sind viele der Anbieter von qualifizierten Signaturen Partner von OpenLimit.

Der Wettbewerb wird zunehmen. OpenLimit ist aber ganz klar Technologieführer und hat aufgrund der bereits erfolgten Zertifizierung einen erheblichen Wettbewerbsvorteil:

Unternehmen, die sich im Bereich der digitalen Signaturen bewegen, weisen hohe F&E-Aktivitäten auf und verspüren einen hohen Kommerzialisierungsdruck, neue Standards zu schaffen bzw. zu etablieren. OpenLimit ist teilweise aus dieser Phase herausgewachsen und steht vor der Monetarisierung seiner Technologieführerschaft. Durch die ausgezeichnete Positionierung wird OpenLimit in die Lage versetzt, preispolitische Spielräume auszunutzen und ggü. dem Wettbewerb überdurchschnittliche Margen zu Kostenvorteile.

Konsequente Weiterentwicklung sichert Wettbewerbsvorteil

An dieser Situation wird sich auch in den kommenden Jahren nichts ändern. Aktuell laufen Zertifizierungen für Barrierefreiheit (Voraussetzung für die Zusammenarbeit mit staatlichen Stellen, insbesondere auf EU-Ebene), Usability und eCard-API Konformität. Durch diese konsequente Weiterentwicklung sichert sich OpenLimit auch für die Zukunft den derzeitigen Technologievorsprung und stärkt somit die Wettbewerbsposition.



Quelle: Montega AG

FINANZEN

Jüngste Performance

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 gelang es OpenLimit noch nicht, die starke Marktstellung in steigende Umsätze und eine hohe Rentabilität zu transformieren. Zwar konnte OpenLimit die Guidance erfüllen (Umsatz: -15% bis +10% des 2008er Wertes), allerdings blieb der Umsatz hinter dem Vorjahreswert zurück (-8%). Zudem wurde die Top-Line-Entwicklung von hohen Projektvorleistungen flankiert, welche die Marge belasteten. Zudem stieg der Personalaufwand wegen Aufwendungen durch ein Aktien-Optionsprogramm (nicht cashwirksam) deutlich an (Vj.: +39%). In der Folge musste OpenLimit einen Verlust in Höhe von 0,8 Mio. CHF ausweisen (Vj. 1,36 Mio. CHF).

Umsatz/Ergebnis 2009 vs. 2008 (Angaben in Mio. CHF)

	2009	2008	Delta
Umsatz	6,6	7,1	-7,7%
EBIT	-1,2	1,4	n.m.
<i>Marge</i>	<i>n.m.</i>	19,61%	
Nettoerg.	-0,8	1,4	n.m.
<i>Marge</i>	<i>n.m.</i>	19,12%	
EpA	-0,04	0,09	n.m.

EpA in CHF, andere Angaben in Mio. CHF

Auch im Schlussquartal war die Situation thematisch von einer schwächeren Entwicklung durch die Projektarbeit im Rahmen der Einführung des nPA geprägt. Umsatz und Ergebnis blieben auch hier deutlich hinter dem Wert aus 2008 zurück.

Umsatz/Ergebnis Q4/2009 vs. Q4/2008 (Angaben in Mio. CHF)

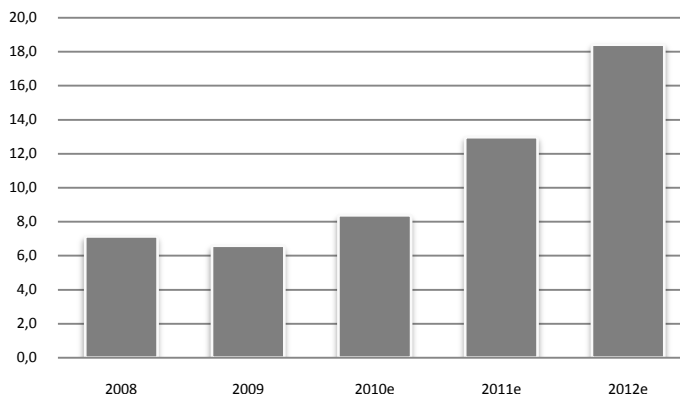
	Q4/2009	Q4/2008	Delta
Umsatz	4,20	4,77	-11,9%
EBIT	0,41	2,86	-85,7%
<i>Marge</i>	<i>0,10</i>	<i>0,60</i>	
Nettoerg.	0,81	2,69	-69,9%
<i>Marge</i>	<i>19,3%</i>	<i>56,4%</i>	

Angaben in Mio. CHF

Entwicklung des Umsatzes

An dieser Situation wird sich in den ersten beiden Quartalen des laufenden Geschäftsjahres grundlegend nichts ändern. Erst ab der zweiten Jahreshälfte 2010 ist mit einem deutlichen Anstieg der Top-Line zu rechnen.

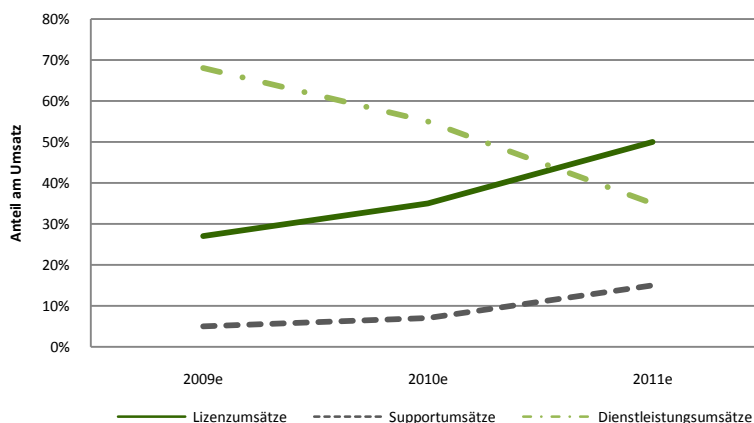
Umsatzentwicklung (Angabe in Mio. CHF)



Die positiven Effekte aus der Einführung der Bürgerclients werden sich aus unserer Sicht erst ab 2011 voll zeigen. Der Umsatz dürfte sich - getrieben durch die Einführung des Bürgerclients und der damit zunehmenden Akzeptanz von Lösungen für digitale Signaturen – sehr dynamisch entwickeln. Zudem dürfte die Nachfrage nach den Produkten von OpenLimit durch eine Reihe neuer Gesetzesvorschriften (Beispiele eInvoicing, ELSTER, ELENA) positiv beeinflusst werden.

Dabei sollte es zu einer Verschiebung des Umsatzes zugunsten von Lizenzerlösen kommen, mit den entsprechenden Auswirkungen auf das Ergebnis. In 2009 wurden noch rund 70% des Umsatzes im Bereich „Dienstleistungen“ erzielt. Vor allem der Siemens-Auftrag (MONTEGAe: Volumen rund 2 Mio. EUR) hat einen bedeutenden Anteil am Gesamtjahresumsatz ausgemacht. In 2010 dürfte der Anteil der Lizenzerlöse steigen und sich in 2011e schließlich auf rund 50% belaufen.

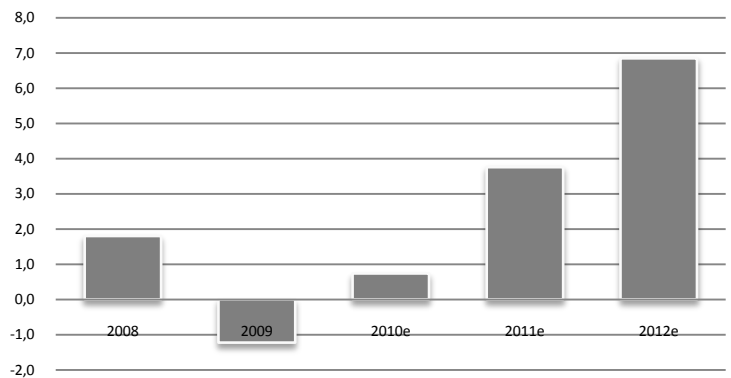
Umsatzaufteilung (Angaben in %)



Überproportionaler Anstieg des Ergebnisses

Getrieben durch eine dynamische Top-Line-Entwicklung und eine Verschiebung der Umsätze zugunsten von margenstarken Lizenzerlösen bzw. volumenabhängigen Vergütungen (DiBAS-Projekt) sollten sich Skaleneffekte realisieren lassen und die Ertragssituation zukünftig deutlich verbessern.

EBIT-Entwicklung (Angabe in Mio. CHF)



Dabei ist insbesondere von einer sinkenden Personalaufwandsquote auszugehen. In 2008 lag diese bei 64%. Bis 2012 dürfte die Quote auf ca. 53% sinken.

Verbesserte Liquiditätslage

Die bilanzielle Situation hat sich nach der kürzlich durchgeführten Kapitalerhöhung - insbesondere was die Liquiditätssituation angeht - verbessert. Die wesentlichen Positionen auf der **Aktiva** der OpenLimit Holding AG waren per Ende 2009 immaterielle Vermögenswerte (4,7 Mio. CHF), Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (7,3 Mio. CHF) sowie liquide Mittel in Höhe von 1,4 Mio. CHF (Vj. 100 Tsd. CHF).

Größte Position der **Passiva** sind neben dem Eigenkapital (12,7 Mio. CHF) Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung (knapp 500 Tsd. CHF). Bemerkenswert ist, dass OL keinerlei Bankverbindlichkeiten aufweist.

BEWERTUNG

Auf dem aktuellen Kursniveau ist die Aktie der OpenLimit Holding AG deutlich unterbewertet. Das aktuelle Kursniveau spiegelt die einzigartige Positionierung, das attraktive Marktumfeld und die daraus resultierenden zukünftigen Wachstumsaussichten in keinsten Weise wider.

Kern der Bewertung bildet ein DCF-Modell. Das DCF-Modell unter der Annahme eines Betas von 1,5, einer risikolosen Rendite von 4,25%, einem WACC von 9,91% und einer ewigen Wachstumsrate von 2,50% signalisiert einen Wert von 2,50 EUR (entspricht ca. 3,52 CHF).

DCF Modell								
Angaben in Mio. EUR CHF	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal Value
Umsatz	8,4	13,0	18,4	23,0	27,2	31,2	34,4	36,8
<i>Veränderung</i>	27,0%	55,0%	42,0%	25,0%	18,0%	15,0%	10,0%	7,0%
EBIT	0,7	3,8	6,8	8,9	9,2	9,4	10,3	11,0
<i>EBIT-Marge</i>	8,8%	29,0%	37,1%	38,8%	34,0%	30,0%	30,0%	30,00%
NOPAT	0,6	3,0	5,5	6,7	6,9	7,0	7,7	8,3
Abschreibungen	2,6	3,4	4,1	4,7	2,7	2,5	2,7	2,9
<i>in % vom Umsatz</i>	31,5%	26,0%	22,0%	20,5%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,2	-0,8	-2,8	-2,7	2,4	-1,6	-1,2	-1,0
- Investitionen	-3,8	-4,5	-5,2	-6,0	-2,7	-3,1	-3,4	-3,7
<i>Investitionsquote</i>	45,0%	35,0%	28,0%	26,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,7	1,0	1,6	2,8	9,4	4,8	5,8	6,6
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Present Value	-0,7	0,9	1,4	2,5	8,6	4,4	5,3	46,1

Wertermittlung (Mio. CHF)		Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen		
Barwerte bis 2017	15,7	Kurzfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2013	40,1%
Terminal Value	46,1	Mittelfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2015	30,1%
Anteil vom Gesamtwert	73%	Langfristige Umsatzwachstumsannahmen	ab 2017	7,0%
Verbindlichkeiten	0,0	Kurzfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2013	28,4%
Liquide Mittel	1,4	Mittelfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2015	29,6%
Eigenkapitalwert	63,1	Langfristige EBIT-Marge		30,0%

Aktienkennzahlen		Sensitivität Wert je Aktie (CHF) ewiges Wachstum					
Aktienzahl (Mio.)	18,09	WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
Wert je Aktie (CHF)	3,52	10,41%	2,88	2,99	3,04	3,11	3,24
+Upside / -Downside	42%	10,16%	3,08	3,20	3,27	3,34	3,50
Aktienkurs (CHF)	2,47	9,91%	3,30	3,44	3,52	3,61	3,79
		9,66%	3,55	3,72	3,81	3,91	4,14
		9,41%	3,84	4,04	4,15	4,27	4,55

Modellparameter		Sensitivität Wert je Aktie (CHF) EBIT-Marge ab 2017e					
Fremdkapitalquote	30,00%	WACC	29,50%	29,75%	30,00%	30,25%	30,50%
Fremdkapitalzins	8,0%	10,41%	3,00	3,02	3,04	3,07	3,09
Marktrendite	9,25%	10,16%	3,22	3,24	3,27	3,29	3,31
risikofreie Rendite	4,25%	9,91%	3,47	3,50	3,52	3,55	3,57
		9,66%	3,61	3,63	3,66	3,69	3,71
		9,41%	3,76	3,78	3,81	3,84	3,87

Quelle: Montega



Quelle: OpenLimit Holding AG

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die OpenLimit Holding AG (gegründet 2002) ist ein international führender Anbieter von Softwarelösungen im Bereich der elektronischen Signatur. Der Hauptsitz des Unternehmens ist Baar (Schweiz). Daneben hat OpenLimit eine Tochtergesellschaft (OpenLimit SignCubes GmbH) mit Sitz in Berlin. Derzeit beschäftigt das Unternehmen 55 Mitarbeiter.

OpenLimit bietet ein modulares System von Software-Komponenten zur Erzeugung und Prüfung qualifizierter und fortgeschrittener Signaturen, zur elektronischen Authentifizierung sowie zur beweissichernden Langzeitarchivierung von digitalen Dokumenten.

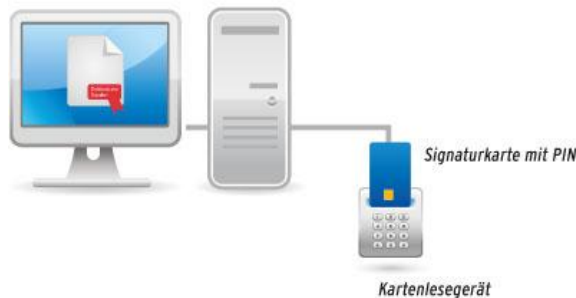
Die einzelnen Module verknüpft OpenLimit zu maßgeschneiderten Lösungen, die als Client-, Server- oder Integrationslösung eingesetzt werden können – und im Ergebnis die Sicherheit, Qualität und Geschwindigkeit von Prozessen steigern. Jede Lösung von OpenLimit baut auf den SignCubes-Basiskomponenten auf, die vom deutschen Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik nach dem international höchsten Sicherheitsstandard (Common Criteria EAL 4+) für Software-Produkte zertifiziert worden sind.

Einzigartige Positionierung im Zukunftsmarkt der digitalen Signatur

Die Signatur Software von OpenLimit:

- ...genießt das weltweit höchste Sicherheitsniveau Common Criteria EAL4+ (bisher einziger Anbieter, der diesen Standard erfüllt).
- Die Vertrauenswürdigkeit der Signatur ist von staatlicher Seite bestätigt.
- Die Signaturen sind konform zum deutschen Signaturgesetz (SiG, SigV)
- Die Signatur-Software erfüllt internationale Standards für elektronische Signaturen, Verschlüsselung und Public-Key-Infrastrukturen.
- Die Signatur-Software genügt handels- und steuerrechtlichen Vorschriften (UstG, GdPDU).
- Aktuell laufen Zertifizierungen für Barrierefreiheit (einziger Anbieter) und eCard-API-Konformität.

PC & Signatur-Software OpenLimit CC Sign



Quelle: OpenLimit Holding AG

Produkte

OpenLimit bietet zahlreiche Produkte und Dienstleistungen im Bereich der digitalen Signatur sowie Lösungen für elektronische Archive an, die hier auszugswise dargestellt werden sollen:

Digitale Signaturlösungen

OpenLimit Bürgerclient

Der Bürgerclient ist eine Softwareanwendung, die sich derzeit in der Endphase der Entwicklung befindet. Durch die Anwendung sollen sich Inhaber des neuen Personalausweises (nPA) und anderer Chipkarten auf elektronischem Weg identifizieren können, zum Beispiel beim Besuch der Internet-Website einer Behörde. Die Software soll auf dem Computer (im Fachjargon Client) der sich identifizierenden Person (des Bürgers) laufen und eine Identifikation über einen sicheren Server (eID-Server) ermöglichen. Ein besonderer Schwerpunkt wurde auf den Schutz persönlicher Daten gelegt: Nur berechnigte Anbieter von Dienstleistungen dürfen die Daten des Ausweises abfragen.

Das Bundesministerium des Innern (BMI) hat den Generalunternehmer Siemens IT Solutions and Services sowie die Bundesdruckerei und OpenLimit Anfang November 2009 beauftragt, die Anwendersoftware für den neuen Personalausweis zu erstellen. Die Fertigstellung der Software ist für November 2010 vorgesehen. An diesem Datum soll auch der neue Personalausweis ausgegeben werden.

In der technischen Definition ist der Bürgerclient eine Middleware gemäß eCard API Framework TR-03112 des Bundesamtes für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI), die die Kommunikation zu Kartenlesegerät, Chipkarte und der Serverkomponente eID-Server herstellt.

Beschreibung nPA

Der neue Ausweis ist nur noch so groß wie eine EC-Karte. Statt auf einem Magnetstreifen sind die Daten (Identität, elektronisches Foto, digitaler Fingerabdruck möglich) verschlüsselt auf einem RFID-Chip gespeichert. Dabei ist der nPA mit der Funktion des elektronischen Identitätsnachweises ausgerüstet. Die Ausweisinhaber können ein Zertifikat für die qualifizierte elektronische Signatur auf ihren Personalausweis laden. Damit können Prozesse wie Log-in, Adressverifikation und Altersnachweis wirtschaftlicher und schneller realisiert werden.

OpenLimit eID-Server

Hierbei handelt es sich um die Basis der eID-Funktion zur Authentisierung in eCommerce- und eGovernment-Anwendungen. Der OL eID-Server übernimmt im Hintergrund die sichere Abwicklung der Authentisierungsvorgänge zwischen dem Bürgerclient und dem jeweiligen Dienstanbieter. Es wird bei jeder Online-Datenabfrage vom nPA (z.B. Name, Anschrift, Alter) durch einen dazu berechtigten Webshop eingeschaltet. Außerdem bietet der eID-Server eine einfache Integrationsschnittstelle an, auf deren Basis die Funktionalität zur Online-Authentisierung in bestehende Systeme aufgenommen werden kann.

OpenLimit Security Box

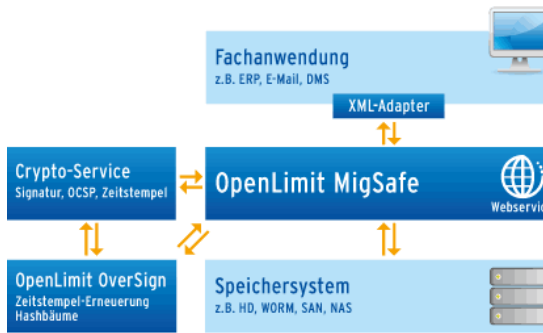
Die Security Box vereint die OL-Servertechnologie zu einer Technologiefamilie, die den Einsatz digitaler Identitätstechnologie und Schutz den elektronischer Daten im Serverprozess vereint. Die Security Box erlaubt die Implementierung sicherer Authentisierungsprozesse mit digitaler Signatur und Verschlüsselung in beliebigen Anwendungen auf einfache Art und Weise.

OpenLimit CC Sign

Ermöglicht die Erstellung von qualifizierten oder fortgeschrittenen Signaturen sowie die Prüfung vorhandener Signaturen auf ihre Gültigkeit. Dabei können Dokumente per Mausklick signiert und in ein für die Langzeitarchivierung geeignetes Format (PDF/A) konvertiert werden. OEM-Produkte wie z.B. S-TRUST Sign-it basieren auf dieser Basistechnologie.

OpenLimit Batch

Mit den elektronischen Signaturlösungen von OpenLimit können papierbasierte Geschäftsprozesse durchgängig digital und damit äußerst effizient abgebildet werden. OpenLimit Batch wurde speziell für Anwender entwickelt, die viele Dokumente gleichzeitig in einem Arbeitsgang signieren und im Ergebnis Zeit und Geld einsparen wollen. So können beispielsweise



Quelle: OpenLimit Holding AG

duzende elektronische Rechnungen qualifiziert mit einem Mausklick unterzeichnet und damit die Möglichkeit zum Vorsteuerabzug nach deutschem Recht gesichert werden.

Lösungen für elektronische Archive

Mit der OpenLimit MigSafe bietet OpenLimit seinen Kunden eine Middleware-Komponente für die sichere und effiziente Beweiserhaltung elektronischer Dokumente. Jedes beliebige Dokument wird mit Zeitstempel, elektronischer Signatur und einer eindeutigen Identifikationsnummer versehen. So können die gespeicherten Dokumente inklusive aller Prozessdaten auch nach Jahrzehnten wiedergefunden werden. Für die Kunden resultiert hierdurch ein erhebliches Einsparpotential (Papierkosten, Druckkosten,...) sowie Rechtssicherheit (langfristige Gewährleistung der vollen gesetzlichen Beweiskraft elektronisch signierter Dokumente) im Umgang mit den Dokumenten.

SecDocs

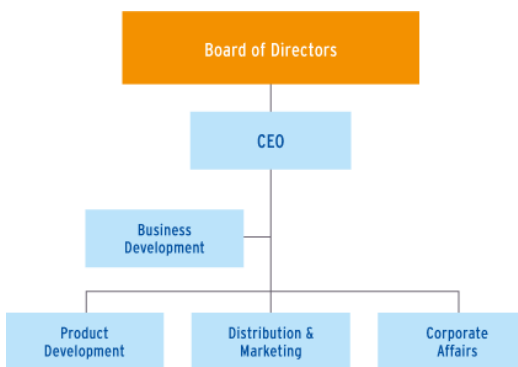
SecDocs setzt auf den OpenLimit Middleware-Komponenten für die Langzeitspeicherung auf. Das Produkt wird über eine Kooperation mit Fujitsu international vertrieben. Erst kürzlich hat Fujitsu die Zertifikats-ID für die Zertifizierung durch das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI) erhalten. Damit ist SecDocs die erste Lösung, die bezüglich der für die Beweiserhaltung bei der Langzeitarchivierung entscheidenden Basistechnologien vom BSI evaluiert - und im Ergebnis die weltweit erste Zertifizierung gemäß der internationalen Sicherheitskriterien „Common Criteria EAL4+“ auf Grundlage des ArchiSafe-Schutzprofils und der Technischen Richtlinie 03125 erhalten wird. SecDocs ist damit für den Einsatz auch jenseits der EU-Grenze wie etwa in asiatischen Ländern oder den USA bereit.

Management

Marc Gurov (CEO) wurde 1973 in den USA geboren. Seit 2009 ist er CEO bei OpenLimit. Er besuchte die Schule in Deutschland und in den Vereinigten Staaten. Anschließend studierte er International Business an der Florida Atlantic University in Boca Raton, Florida, U.S.A. Nach Absolvierung des Studiums war Herr Gurov für verschiedene Unternehmen als freier Mitarbeiter in den Vereinigten Staaten mit Schwerpunkt Marketing und Beratung tätig. Seit 2003 ist Marc Gurov in verschiedenen Funktionen für die OpenLimit Group tätig.

Armin Lunkeit (31) ist als **Chief Development Officer** seit Dezember 2007 Mitglied der Geschäftsleitung der OpenLimit Group. Er absolvierte ein Studium der Mikrosystemtechnik an der Fachhochschule für Technik und Wirtschaft in Berlin, das er im Jahr 2002 als Dipl. Ing (FH) abschloss. Bereits im Jahr 2000 begann Armin Lunkeit mit der Softwareentwicklung. Nach dem Abschluss seines Studiums war er bei der OpenLimit SignCubes GmbH im Bereich der Produktentwicklung beschäftigt, bis er seine jetzige Position übernahm.

Dirk Arendt (44) ist seit Januar 2009 als **Vice President, Business Development**, Mitglied der Geschäftsleitung der OpenLimit Group. Dirk Arendt absolvierte dann sein Studium der Rechtswissenschaften bis zum erfolgreichen Abschluss im Jahre 1999 an der Freien Universität in Berlin. Von 1999 bis 2002 war er als Jurist für das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie in Deutschland tätig. 2002 nahm Dirk Arendt eine Position in der Fraunhofer Gesellschaft e. V. an. In diesem Umfeld hat er seit Oktober 2002 als



Quelle: OpenLimit Holding AG

wissenschaftlicher Mitarbeiter im Fraunhofer Institut FOKUS das Geschäftsfeld "eGovernment" aufgebaut, etabliert und maßgeblich geprägt. Dirk Arendt ist einer der Mitinitiatoren und "Treiber" der Idee des unabhängigen Fraunhofer FOKUS eGovernment-Labors. Die Interessen von OpenLimit vertritt er in ausgewählten nationalen und internationalen Gremien und Verbänden.

Peer Dietrich wurde 1962 in Berlin geboren. Als **CSO** ist er seit Oktober 2009 Mitglied der Geschäftsleitung bei OpenLimit. Er studierte Betriebswirtschaft und Neuere Geschichte und ist seit Ende der achtziger Jahre für verschiedene Unternehmen tätig gewesen. So für die Herlitz AG in Berlin, die Deutsche Post AG, die ISB AG in Karlsruhe und zuletzt die Xerox GmbH in Deutschland. Dort übernahm er jeweils Verantwortung in den Bereichen Sales und Strategische Kundenentwicklung sowie für die vertriebsseitige Umsetzung strategischer Projekte. Im Februar 2009 übernahm Peer Dietrich bei OpenLimit die Position Manager Sales für den Bereich Public.

Reinhard Stüber (58) ist als **Senior Vice President** Mitglied der Geschäftsleitung der OpenLimit Group. Er studierte Ingenieurwissenschaften (Dipl. Ing.) mit Schwerpunkt Wasserbau an der Ingenieurhochschule für Wasserwirtschaft in Magdeburg, Deutschland. Von 1973 bis 1993 arbeitete er für verschiedene deutsche Unternehmen als Ingenieur. Anschließend war er Leiter der Abteilung Software bei der UVE GmbH. Im Jahre 2001 übernahm er die Position Business Development der OpenLimit SignCubes AG und seit Januar 2009 repräsentiert Reinhard Stüber das Unternehmen in ausgewählten Projekten.

Aktionärsstruktur

Der größte Einzelaktionär bei der OpenLimit Holding AG ist **Heinrich Dattler** mit einem Anteil von 11,8%. Herr Dattler ist zugleich Verwaltungspräsident bei OpenLimit. Zuletzt gründete er die OpenLimit SignCubes AG und leitete das Unternehmen als CEO und Delegierter des Verwaltungsrats bis Dezember 2008.

René Jäggi hält aktuell rund 9,25 der Stimmrechte. Von 1987 bis 1992 war Herr Jäggi CEO von Adidas. Danach bekleidete er Vorstandsposten beim FC Basel und dem 1. FC Kaiserslautern.

Drittgrößter Einzelaktionär ist die **Enuhill Portfolio Inc.** Die Gesellschaft hält 7,2% an OpenLimit.

Robert **E. Züllig** hat am 04.01.2010 die Stimmrechtsschwelle von 5% überschritten und hielt zu diesem Zeitpunkt rund 5,8% der Stimmrechte. Damit ist er viertgrößter Einzelaktionär der OpenLimit Holding AG.

Die restlichen 66% der Anteile befinden sich im **Streubesitz**.

ANHANG

G&V (in Mio. CHF) Open Limit	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	7,1	6,6	8,4	13,0	18,4
Materialaufwand	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3
Rohertrag	9,3	9,4	11,8	17,2	23,3
Personalaufwand	4,8	6,7	6,2	7,5	9,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,6	2,0	2,3	2,5	2,8
EBITDA	2,9	0,7	3,4	7,1	10,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
EBITA	2,8	0,6	3,3	7,0	10,7
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,9	2,5	3,2	3,8
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,8	-1,2	0,7	3,8	6,8
Zinsertrag	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Zinsaufwendungen	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,1
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,4	-1,4	0,7	3,8	6,9
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,4	-1,4	0,7	3,8	6,9
EE-Steuern	0,0	-0,6	0,1	0,0	1,4
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	1,4	-0,8	0,5	3,0	5,5
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	1,4	-0,8	0,5	3,0	5,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	1,4	-0,8	0,5	3,0	5,5

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

Bilanz (in Mio. CHF) Open Limit	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,6	4,7	5,7	6,8	7,9
Sachanlagen	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	3,7	4,8	6,0	7,1	8,2
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	5,4	7,3	7,6	8,7	11,9
Liquide Mittel	0,1	1,4	0,6	1,6	3,2
Umlaufvermögen	5,5	8,7	8,2	10,3	15,1
Bilanzsumme	9,3	13,5	14,1	17,4	23,3
PASSIVA					
Eigenkapital	8,4	12,7	13,3	16,3	21,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	0,5	0,6	0,9	1,3
Verbindlichkeiten	0,7	0,5	0,6	0,9	1,3
Bilanzsumme	9,3	13,5	14,1	17,4	23,3

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Open Limit	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	38,8%	34,7%	40,7%	39,2%	33,8%
Sachanlagen	1,5%	1,1%	1,5%	1,6%	1,5%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	40,3%	35,8%	42,2%	40,9%	35,3%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	58,6%	54,2%	53,6%	49,9%	50,8%
Liquide Mittel	1,1%	10,1%	4,2%	9,2%	13,9%
Umlaufvermögen	59,7%	64,2%	57,8%	59,1%	64,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	90,3%	94,3%	94,0%	93,3%	93,4%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	2,6%	1,9%	1,8%	1,5%	1,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	7,2%	3,8%	4,2%	5,2%	5,5%
Verbindlichkeiten	7,2%	3,8%	4,2%	5,2%	5,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung (in Mio. CHF) Open Limit	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,4	-0,8	0,5	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	2,5	3,2	3,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	2,6	1,2	3,2	6,4	9,6
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,8	-1,9	-0,3	-1,1	-3,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,3	-0,2	0,1	0,3	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,5	-2,0	-0,2	-0,8	-2,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,1	-0,8	3,0	5,6	6,8
CAPEX	-2,3	-3,1	-3,8	-4,5	-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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-2,3	-3,1	-3,8	-4,5	-5,2
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-1,2	-3,9	-0,8	1,0	1,6
Endbestand liquide Mittel	-0,1	-3,8	0,6	1,6	3,2

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

Kennzahlen Open Limit	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz					
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	104,8%	161,8%	132,5%	103,3%	89,5%
EBIT-Rendite (%)	25,2%	-18,7%	8,8%	29,0%	37,1%
EBITDA / Operating Assets (%)	59,4%	10,8%	46,8%	88,0%	99,6%
ROA (%)	36,5%	-16,6%	9,1%	42,2%	67,0%
Kapitaleffizienz					
Umschlag des Sachanlagevermögens	50,4	45,4	39,0	45,3	53,9
Operativer Kapitalumschlag	1,5	0,9	1,2	1,6	1,7
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,8	0,5	0,6	0,8	0,8
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	22,8%	-11,4%	5,6%	25,0%	35,5%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	37,0%	6,9%	25,5%	47,4%	56,5%
ROE (%)	16,3%	-6,3%	4,1%	18,5%	25,3%
ROIC (%)	15,8%	-9,1%	4,0%	18,2%	25,0%
Solvenz					
Nettoverschuldung zum Jahresende	-101	-1.358	-594	-1.606	-3.235
Net Gearing (%)	-1,2%	-10,7%	-4,5%	-9,9%	-14,9%
Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Current Ratio	8,3	17,0	13,8	11,4	11,8
Acid Test Ratio	6,1	11,3	9,6	8,8	9,8
EBITDA / Zinsaufwand	999,0	999,0	999,0	999,0	999,0
Zinsdeckung	999,0	0,0	999,0	999,0	999,0
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-1.168	-3.905	-764	1.012	1.629
Free Cash Flow / Umsatz (%)	-16,4%	-59,3%	-9,1%	7,8%	8,8%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	2.866	652	3.205	6.193	10.659
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	40,1%	9,9%	38,3%	47,8%	57,9%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	-85,6%	485,9%	-140,7%	33,7%	29,6%
Zinsertrag / durchschn. liquide Mittel (%)	1267,4%	1460,8%	1135,7%	1217,5%	680,8%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mittelverwendung					
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	-31,6%	-46,5%	-45,0%	-35,0%	-28,0%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	1,4%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%
Capex / Abschreibungen (%)	-201,4%	-154,9%	-142,9%	-134,6%	-127,3%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	57,2%	88,0%	82,5%	57,1%	50,0%
Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)	825,4%	1485,0%	1320,1%	980,3%	940,2%
Inventory processing period (Tage)	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Receivables collection period (Tage)	278	405	330	245	235
Payables payment period (Tage)	34	27	25	25	25
Cash Conversion Cycle (Tage)	244	378	305	220	210
WC/EV	93,6	132,8	158,1	169,6	210,9

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

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR CHF	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal Value
Umsatz	8,4	13,0	18,4	23,0	27,2	31,2	34,4	36,8
<i>Veränderung</i>	27,0%	55,0%	42,0%	25,0%	18,0%	15,0%	10,0%	7,0%
EBIT	0,7	3,8	6,8	8,9	9,2	9,4	10,3	11,0
<i>EBIT-Marge</i>	8,8%	29,0%	37,1%	38,8%	34,0%	30,0%	30,0%	30,00%
NOPAT	0,6	3,0	5,5	6,7	6,9	7,0	7,7	8,3
Abschreibungen	2,6	3,4	4,1	4,7	2,7	2,5	2,7	2,9
<i>in % vom Umsatz</i>	31,5%	26,0%	22,0%	20,5%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,2	-0,8	-2,8	-2,7	2,4	-1,6	-1,2	-1,0
- Investitionen	-3,8	-4,5	-5,2	-6,0	-2,7	-3,1	-3,4	-3,7
<i>Investitionsquote</i>	45,0%	35,0%	28,0%	26,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,7	1,0	1,6	2,8	9,4	4,8	5,8	6,6
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Present Value	-0,7	0,9	1,4	2,5	8,6	4,4	5,3	46,1

Wertermittlung (Mio. CHF)

Barwerte bis 2017	15,7
Terminal Value	46,1
Anteil vom Gesamtwert	73%
Verbindlichkeiten	0,0
Liquide Mittel	1,4
Eigenkapitalwert	63,1

Aktienzahl (Mio.) 18,09

Wert je Aktie (CHF)	3,52
+Upside / -Downside	42%
Aktienkurs (CHF)	2,47

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	40,1%
Mittelfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2015	30,1%
Langfristige Umsatzwachstumsannahmen	ab 2017	7,0%
Kurzfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2013	28,4%
Mittelfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2015	29,6%
Langfristige EBIT-Marge		30,0%

Sensitivität Wert je Aktie (CHF) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,41%	2,88	2,99	3,04	3,11	3,24
10,16%	3,08	3,20	3,27	3,34	3,50
9,91%	3,30	3,44	3,52	3,61	3,79
9,66%	3,55	3,72	3,81	3,91	4,14
9,41%	3,84	4,04	4,15	4,27	4,55

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

WACC	29,50%	29,75%	30,00%	30,25%	30,50%
10,41%	3,00	3,02	3,04	3,07	3,09
10,16%	3,22	3,24	3,27	3,29	3,31
9,91%	3,47	3,50	3,52	3,55	3,57
9,66%	3,61	3,63	3,66	3,69	3,71
9,41%	3,76	3,78	3,81	3,84	3,87

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