

Empfehlung:	Kaufen
Kursziel:	2,45 Euro
Kurspotenzial:	+41 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	1,74 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	18,1
Marktkap. (in Mio. Euro)	31,5
Enterprise Value (in Mio. Euro)	30,0
Ticker	O5H
ISIN	CH0022237009

Kurzprofil

OpenLimit ist ein international führender Anbieter zertifizierter Software für elektronische Signaturen und Identitäten.



Source: Capital IQ

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	2,48
52 Wochen-Tief (in Euro)	1,26
1 Monat	8,7%
3 Monate	12,7%

Aktionärsstruktur

Streubesitz	65,98%
Heinrich Dattler	11,78%
René C. Jäggi	9,24%
Enuhill Portfolio Inc.	7,19%
Robert E. Züllig	5,81%

Analyst

Alexander Braun
+49 40 41111 37 777
a.braun@montega.de

Termine

EK-Forum	22. November 2010
MKK	08. Dezember 2010

Publikation

Update	29. November 2010
--------	-------------------

Attraktiver Markt mit immensem Potenzial – Aktie kaufen

OpenLimit ist ein international führender Anbieter elektronischer Identitäts- und Signatursoftware. Der Markt sollte in den nächsten Jahren deutlich wachsen. Der Grund: Bei Unternehmen und Behörden **schreitet die Digitalisierung von Prozessen zügig voran**. Das Thema eGovernment wird auch bedingt durch gesetzliche Anforderungen (ELSTER, ELENA, EU-Dienstleistungsrichtlinien) in den nächsten Jahren an Bedeutung gewinnen.

Flankiert wird die positive Marktentwicklung durch den **Start des neuen, elektronischen Personalausweises in Deutschland**. Seit dem 1. November hat dieser den alten „Perso“ abgelöst. Zukünftig wird in vielen deutschen Haushalten die notwendige Hardware zur Durchführung von digitalen Geschäften vorhanden sein. Die Unternehmen werden in der Folge bereit sein, in die notwendige IT-Infrastruktur zu investieren. Dies sollte die Umsatzentwicklung von OpenLimit positiv beeinflussen.

In den **ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010** hat OpenLimit einen Umsatz in Höhe von 3,26 Mio. CHF erzielt. Die Gesamtleistung (Umsatz + aktivierte Eigenleistung) betrug 5,77 Mio. CHF. Das Betriebsergebnis lag mit -3,04 Mio. CHF im roten Bereich, genau wie das Nettoergebnis in Höhe von -3,74 Mio. CHF. Wegen der Belastungen aus den Nachbesserungen/Qualitätskontrollen aufgrund der jüngst bekannt gewordenen Hacking Attacken im Umfeld des AusweisApps wird es dem Unternehmen u.E. in 2010 noch nicht gelingen, den Break-even auf operativer Ebene zu erreichen.

2011 von IT-Infrastrukturprojektes geprägt

In 2011 wird die **Top-Line-Entwicklung** u.E. weiter an **Dynamik gewinnen**: zahlreiche eID-Projekte sollten es OpenLimit ermöglichen, den Umsatz um rund 55% gegenüber 2010 zu steigern. So plant bspw. das BMI (Partner von OpenLimit) in 2011 50 eID-Services zu etablieren. Der durchschnittliche Auftragswert dürfte bei ca. 50 Tsd. Euro liegen, woraus sich ein Umsatzpotenzial in Höhe von rund 2,5 Mio. Euro errechnet. Zusätzlich sollte es in 2011 zu ersten Pilotierungen von SecDocs (Langzeitarchivierung) kommen. Das Umsatzpotential dieses zusammen mit Fujitsu entwickelten Produktes ist signifikant.

Aktie deutlich unterbewertet

Die Aktie ist auf dem aktuellen Kursniveau deutlich unterbewertet. Die strategischen Partnerschaften mit „Global-Playern“ wie Siemens und Fujitsu in einem attraktiven Wachstumsmarkt unterstreichen die **hohe Wettbewerbsqualität** von OpenLimit. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Aktie von OpenLimit mit einem aktualisierten Kursziel von 2,45 Euro (zuvor: 2,50 Euro).

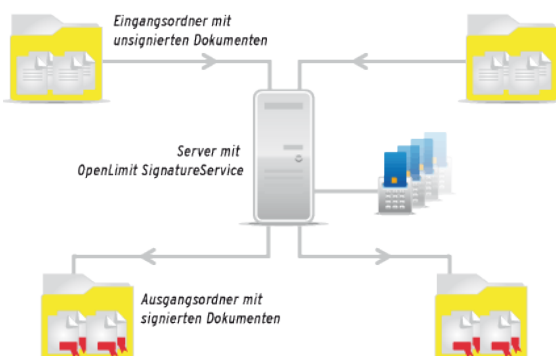
	2008*	2009*	2010e*	2011e*	2012e*
<small>Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,74</small>					
Umsatz	4,5	4,4	5,9	9,1	12,7
Aktiv. Eigenleistungen	1,4	2,0	2,6	2,7	2,8
EBITDA	1,9	0,5	1,5	3,2	4,8
EBITDA-Marge	40,9%	11,4%	25,4%	35,2%	37,5%
EBIT	1,1	-0,8	-0,4	0,8	2,2
EBIT-Marge	25,2%	-18,7%	-6,6%	9,2%	17,0%
Nettoergebnis	0,9	-0,5	-1,0	0,6	1,6
Nettoergebnis-Marge	19,1%	-12,2%	-16,3%	6,7%	12,7%
Ergebnis je Aktie	0,05	-0,03	-0,05	0,03	0,09
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	6,6	6,8	5,1	3,3	2,4
EV/EBITDA	16,2	59,6	20,2	9,4	6,3
EV/EBIT	26,2	n.m.	n.m.	35,9	13,8
KGV	34,8	n.m.	n.m.	58,0	19,3
ROCE	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2

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

*Umstellung von CHF auf Euro

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Hohe Wettbewerbsqualität in einem Wachstumsmarkt	3
Zukünftiges Umsatzwachstum: Signalwirkung durch Ausgabe des nPA	4
Jüngste Entwicklung	4
OpenLimit vor Umsatzschub	5
Entwicklung 2011 geprägt von eID-Infrastrukturprojekten	5
Weiteres Umsatzwachstum erwartet	7
Operative Situation	8
Newsflow	9
Bewertung	10
Unternehmenshintergrund	12
Produkte	12
Management	14
Aktionärsstruktur	15
Anhang	16
Disclaimer	19



Quelle: OpenLimit Holding AG

INVESTMENT CASE

Hohe Wettbewerbsqualität in einem Wachstumsmarkt

OpenLimit ist ein international führender Anbieter elektronischer Identitäts- und Signatursoftware. Das Unternehmen ist Entwickler der AusweisApp für den neuen Personalausweis (nPA). Zudem war OpenLimit maßgeblich für die technologische Entwicklung des eID-Servers verantwortlich.

Die AusweisApp ermöglicht es, die Inhaber des 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 etc.).
- 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.

Neben der Authentifizierung ermöglicht es der neue Personalausweis auch, **rechtskräftige** Geschäfte im Internet abzuschließen. Diese Funktion 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 langfristigen Wachstumsaussichten sind hervorragend. 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. In Deutschland wird der Digitalisierungsprozess dabei von zahlreichen gesetzliche Anforderungen flankiert:

- 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

OpenLimit hat die weltweit erste nach dem internationalen Sicherheitsstandard Common Criteria EAL 4+ zertifizierte Signaturlösung. Als klarer Technologieführer ist das Unternehmen bestens positioniert, um vom erwarteten Marktwachstum zu profitieren. Die strategischen Partnerschaften mit Global-Playern wie Siemens und Fujitsu in einem bedeutenden Zukunftsmarkt unterstreichen die Wettbewerbsqualität des Unternehmens.

Milliardenmarkt, der noch in den Kinderschuhen steckt

OpenLimit adressiert mit seinen Produkten einen Milliardenmarkt. Die auf dem möglichen Einsparpotenzial für Unternehmen und Behörden beruhenden Marktschätzungen sind beeindruckend:

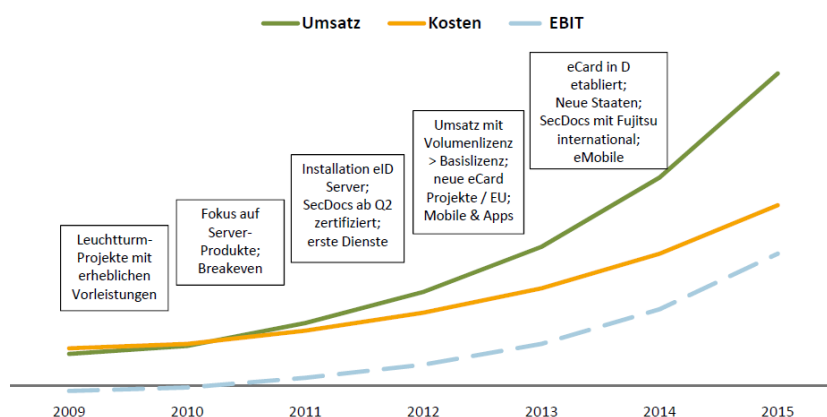
(Tabelle siehe nächste Seite)

Marktpotenzial Digitaler Signaturen	EU	Deutschland
eInvoicing	100 Mrd./Jahr	1,2 Mrd./Jahr
eForms	140 Mrd./Jahr	122 Mio./Jahr
eGovernment	30 Mrd./Jahr	400 Mio./Jahr

Quelle: Consultative Paper on SEPA Incentives, European Commission for Internal Market and Services DG, 13.02.2006

Zukünftiges Umsatzwachstum: Signalwirkung durch Ausgabe des nPA

Am 1. November dieses Jahres hat der nPA den alten „Perso“ abgelöst. Dieses eCard-Projekt dürfte eine „Sogwirkung“ für den elektronischen Signaturmarkt haben, der sich u.E. in wenigen Jahren zu einem etablierten Markt entwickeln wird. Schon bald dürfte in vielen deutschen Wohnzimmern die notwendige Hardware zur Durchführung von „rechtssicheren digitalen Geschäften“ bereitstehen. Unternehmen und Behörden 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. OpenLimit als exklusiver Lieferant der **AusweisApp** (Middleware, welche die Kommunikation zu Kartenlesegerät, Chipkarte und Server herstellt) und technologischer Entwickler des eID-Servers sollte von dieser Entwicklung überproportional profitieren. Die nachfolgende Grafik zeigt die Marktentwicklung und die erwarteten Auswirkungen auf die Umsatz und Ertragsituation des Unternehmens (Quelle: OpenLimit Holding AG):



Jüngste Entwicklung

Die Geschäftsentwicklung der abgelaufenen Quartale waren vor allem durch die Umsetzung des Großprojektes „AusweisApp“ geprägt. In den **ersten neun Monaten** des laufenden Geschäftsjahres 2010 hat OpenLimit einen Umsatz in Höhe von 3,26 Mio. CHF erzielt. Die Gesamtleistung (Umsatz + aktivierte Eigenleistung) betrug 5,77 Mio. CHF. Das Betriebsergebnis lag mit -3,04 Mio. CHF im roten Bereich, genau wie das Nettoergebnis in Höhe von -3,74 Mio. CHF.

Die Guidance von OpenLimit (Umsatzwachstum von 30%, ausgeglichenes Ergebnis) halten wir ergebnisseitig für nicht mehr erreichbar. Insbesondere die Belastungen aus den Nachbesserungen/Qualitätskontrollen mit den jüngst bekannt gewordenen Sicherheitslücken des AusweisApps sind u.E. hierfür verantwortlich. Wir erwarten für das

Gesamtjahr ein operatives Ergebnis in Höhe von rund -0,4 Mio. Euro. Das Nettoergebnis dürfte bedingt durch negative Währungseffekte (Euro hat deutlich gegenüber dem CHF an Wert verloren) ca. -0,9 Mio. Euro betragen. Ab 2011 wird OpenLimit bei der Berichterstattung auf Euro umstellen, der Translationseffekt fällt folglich künftig weg.

OpenLimit vor Umsatzschub

Die vergangenen Monate waren vor allem von Entwicklungsleistungen im Rahmen des nPA-Projektes geprägt. Wegen der strategischen Bedeutung stand hier sicherlich nicht die Marge im Vordergrund. Die Profitabilität der Projekte sollte demnach künftig steigen.

Auf Sicht von zwei Jahren sehen wir drei wichtige Trends:

- **2011** wird im Zusammenhang mit dem nPA u.E. vor allem durch die Implementierung von eID-Infrastrukturprojekten gekennzeichnet sein.
- **Ab H2/2011** wird es zu ersten Pilotierungen im Bereich SecDocs kommen. Das Produkt wird zusammen mit Fujitsu international vertrieben. Wir sehen in SecDocs einen der wesentlichen Treiber der künftigen Top-Line-Entwicklung.
- **Ab 2012** sollte die eID-Service inkl. einer Performance-basierten Vergütung (niedriger Cent-Betrag je Authentifizierung) zunehmen.

Entwicklung 2011 geprägt von eID-Infrastrukturprojekten

Die Umsatzentwicklung in 2011 wird zum einen durch die Umsetzung bestehender Projekte (Archivierungsprojekt im öffentlichen Bereich, Change Requests für den AusweisApp) geprägt sein, darüber hinaus sollten eID-Projekte sowie Aufträge zur Langzeitarchivierung von Dokumenten (Pilotierungen von SecDocs) die Top-Line-Entwicklung des Unternehmens determinieren.

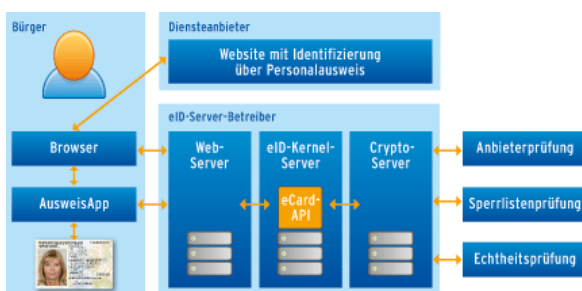
Change Requests/bestehende Projekte

OpenLimit wird in 2011 einen Großteil der Umsätze aus Aufträgen erzielen, die bereits in 2010 gewonnen wurden. Hierzu gehören bspw. ein Archivierungsprojekt im öffentlichen Bereich (wurde im Februar 2010 bekannt gegeben; Auftragsvolumen 2011 nach unseren Schätzungen ca. 1,0 Mio. Euro), Softwarepflege, mögliche Change Requests und andere Leistungen im Rahmen des AusweisApps (Volumen 2011 ca. 1,0 Mio. Euro) sowie das eID-Projekt für impuls (Auftragsvolumen 2011 ca. 200 Tsd. Euro). Zusätzlich dürfte OpenLimit rund 0,5 Mio. Euro Einnahmen im Rahmen von Softwarepflege und Kleinlizenzen aus bestehenden Verträgen generieren. Insgesamt folgt hieraus ein Umsatzbeitrag von 2,7 Mio. Euro.

eID-Projekte für Applikationen

Es haben ca. 200 Unternehmen am Anwendertest mit verschiedensten Applikationen des nPA teilgenommen. Das BMI hat das Ziel, in 2011 mindestens 50 eID-Services zu etablieren. Der durchschnittliche Auftragswert für die Implementierung der notwendigen IT-Infrastruktur dürfte bei ca. 50 Tsd. Euro liegen, woraus sich ein Umsatzpotenzial in Höhe von ca. 2,5 Mio. Euro errechnet.

Ein weiterer, wichtiger Partner ist die Berliner]init[AG. Das Unternehmen bietet zusammen mit OpenLimit eID-Services und Produkte, die auch für kleinere Unternehmen geeignet sind. Der Auftragswert für die Implementierung der eID setzt sich hierbei wie folgt zusammen:



Quelle: OpenLimit Holding AG

Trusted eID-Services (Leistungsüberblick)	Zentraler eID- Server von OpenLimit	Eigener eID-Server von OpenLimit
Berechtigungszertifikate	1	bis zu 16
Mindestlaufzeit	6 Monate	12 Monate
Einrichtungsgebühr	750 Euro	7500 Euro
Kosten (monatlich)	250 Euro	2750 Euro
Quelle: Jinit[AG		

Wir nehmen an, dass OpenLimit im ersten Schritt der Implementierung etwa die Hälfte vom Auftragswert (sprich rund 20 Tsd. Euro für einen mittelgroßen Kunden) erhält. Im zweiten Jahr soll auf eine Performance-basierte Vergütung umgestellt werden. In 2011 sollte es Jinit[gelingen, mindestens 40 mittelgroße Kunden zu gewinnen. Hieraus resultiert ein erwarteter Umsatzbeitrag für OpenLimit in Höhe von rund 800 Tsd. Euro.

Kooperation mit Fujitsu/SecDocs

Fujitsu (weltweit drittgrößter Serverproduzent) und OpenLimit sind bei der Entwicklung SecDocs eine Kooperation eingegangen und planen SecDocs international zu vertreiben. SecDocs setzt auf den OpenLimit Middleware-Komponenten für die Langzeitspeicherung auf und nutzt die gleiche Signaturfunktion wie der nPA. Im März 2011 soll diese Funktion beim nPA eingeführt werden, danach startet der Launch von SecDocs. In 2011 werden zunächst Pilotierungen durchgeführt, woraus für OpenLimit aber bereits ein Auftragsvolumen in Höhe von rund 1 Mio. Euro resultiert (durchschnittlicher Umsatz pro Pilotprojekt 50 Tsd. Euro). Das Umsatzpotenzial für die Folgejahre ist erheblich, insbesondere wegen des Vertriebsarguments (deutliche Kosteneinsparung für die Unternehmen) sowie der strategischen Bedeutung des Projektes für Fujitsu (genießt dort einen sehr hohen Stellenwert) sollte SecDocs in den nächsten Jahren ein wesentlicher Treiber der Top-Line-Entwicklung von OpenLimit sein. Die Vergütung erfolgt erfolgsabhängig (wahrscheinlich im Bereich 3-12 Cent je Authentifizierung).

Internationalisierung der eID-Technologie

Auf Grundlage der STORK-Richtlinie (Umsetzung bis 2012) werden in den nächsten Jahren weitere europäische Nationen mit der Implementierung der eID-Technologie beginnen. Mit der Umsetzung des nPA-Projektes auf dem größten und wichtigsten Markt verfügt OpenLimit über einen Track Record, der es dem Unternehmen ermöglichen sollte, bei internationalen Ausschreibungen berücksichtigt zu werden. Das durchschnittliche Auftragsvolumen dürfte abhängig von der Größe des jeweiligen Staates zwischen 0,6 und 1 Mio. Euro liegen. In unseren Planungen gehen wir davon aus, dass aus diesem Bereich im nächsten Geschäftsjahr Umsätze in Höhe von rund 1,4 Mio. Euro erzielt werden.

Eine detaillierte Umsatzplanung für das Geschäftsjahr 2011e ist der folgenden Tabelle zu entnehmen:

Zusammensetzung Umsatz 2011e (Angaben in Mio. Euro)	
bestehende Projekte	2,7
eID Server für Applikationen	2,5
Initiativen	0,8
SecDocs	1,0
Intern. eID-Projekte	1,4
sonst. Umsätze	0,7
Summe	9,1

Quelle: Montega AG

Weiteres Umsatzwachstum erwartet

App-Strategie

Zukünftig dürfte OpenLimit zahlreiche Aufträge für die Entwicklung sogenannter „Apps“ erhalten. Dabei handelt es sich um Funktionen, die nicht im AusweisApp enthalten sind (wie z.B. Online-Banking-App, PDF-Signatur-App etc.).

Weitere Treiber der künftigen Top-Line-Entwicklung sind:

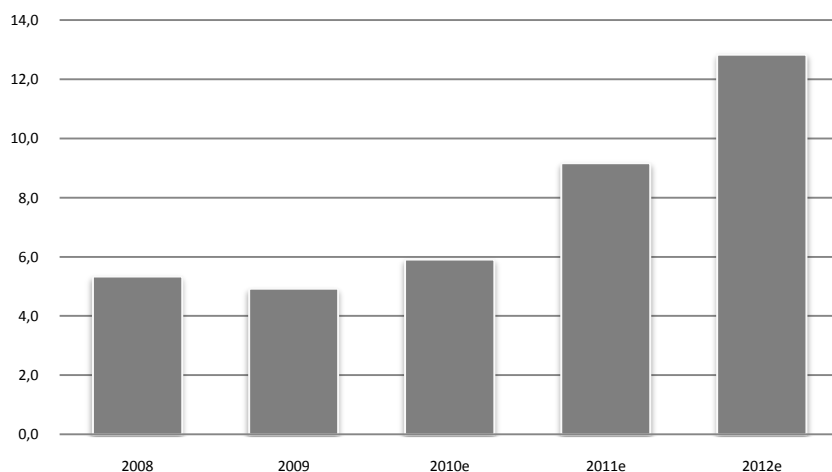
Weitere eCard-Projekte

In Zukunft ist mit der Durchführung weiterer eCard-Projekte (Gesundheitskarte, Bankkarten, etc.) zu rechnen: Alle eCard-Projekte können perspektivisch über den AusweisApp 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 die AusweisApp 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. Eine detaillierte Umsatzplanung für die nächsten Jahre ist in der folgenden Grafik abgebildet:

Umsatzentwicklung (Angaben in Mio. Euro, Quellen: Montega (Prognosen), Unternehmen)

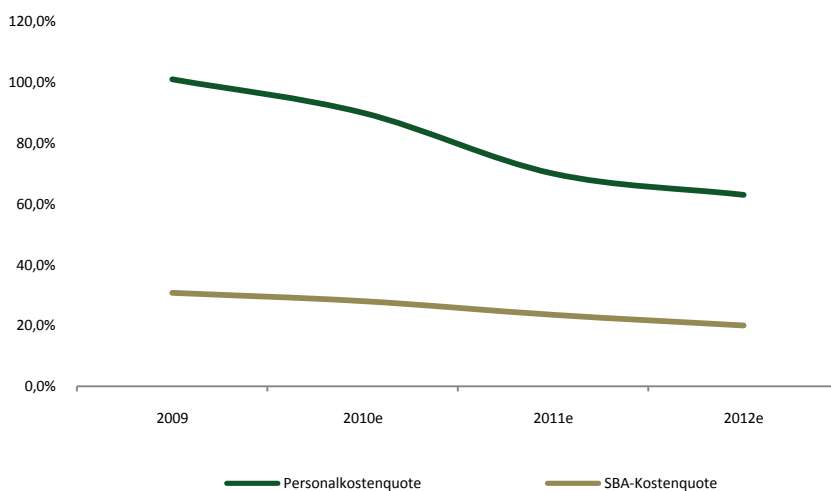


Operative Situation

Im laufenden Geschäftsjahr wird es OpenLimit u.E. noch nicht gelingen, den Break-even auf operativer Ebene zu erreichen. 2011 sollte dem Unternehmen allerdings - einhergehend mit einer deutlichen Ausweitung der Umsatzbasis – der Vorstoß in die Gewinnzone gelingen.

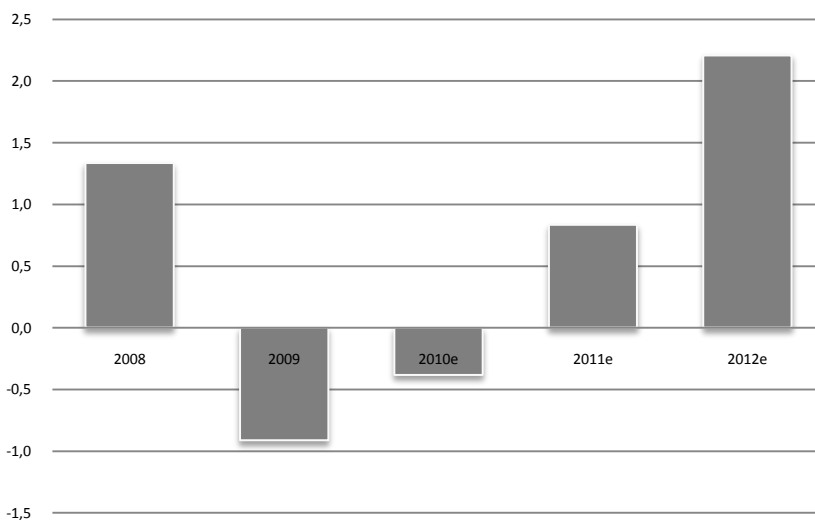
Die überdurchschnittliche Ergebnisentwicklung ist dabei eine Folge der sinkenden Personalkostenquote (sinkt von 90% in 2010 auf 63% in 2012e) sowie einer Fixkostendegression im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (SBA):

Kostenquoten in % vom Umsatz (Quellen: Montega (Prognosen), Unternehmen)



Bezogen auf das EBIT folgt hieraus die folgende erwartete Entwicklung:

EBIT-Entwicklung (Angaben in Mio. Euro, Quellen: Montega (Prognosen), Unternehmen)



Newsflow

In den vergangenen Monaten hat der Newsflow deutlich zugenommen. Vor allem die Fertigstellung des AusweisApp (wurde am 01.11.2010 termingerecht an das BMI übergeben) stand dabei im Vordergrund. Aber auch auf Seiten der Kunden und Kooperationspartner war reger Newsflow zu verzeichnen:

- Mit impuls konnte ein erster bedeutender Referenzkunde im wichtigen Bereich der Versicherungswirtschaft gewonnen werden. Das Auftragsvolumen dürfte bei ca. 250 Tsd. Euro liegen.
- Mit]init[konnte ein wichtiger Partner für den Vertrieb von eID-Service-Dienstleistungen gewonnen werden. Über eine monatliche Gebühr zusammen mit einer von der Performance (heißt Anzahl der Signaturen) abhängigen Komponente, werden vor allem kleine Unternehmen adressiert, die keine eigene eID-Servertechnologie aufsetzen wollen.

Negativ war die Berichterstattung über eine **Sicherheitslücke bei der Update-Funktion** des AusweisApps. OpenLimit hatte hier auf eine Drittkomponente zurückgegriffen, die offenbar Sicherheitsmängel aufweist. Das Unternehmen hat nach eigenen Angaben bereits eine Umgehungslösung entwickelt, eine aktualisierte Version des AusweisApps dürfte zeitnah verfügbar sein.

Ebenfalls negativ auf das Sentiment für die Aktie von OpenLimit würde sich ein **Verfehlen der Guidance** 2010 (bezogen auf das ausgeglichene Ergebnis) auswirken. Die noch immer von den Projektarbeiten geprägten Zahlen sollten allerdings vor dem Hintergrund des künftigen positiven Newsflows bald in den Hintergrund treten und das Sentiment für die Aktie von OpenLimit nachhaltig aufhellen:

- In den nächsten Monaten sollten weitere Kunden im Bereich eID-Großprojekte gewonnen werden.
- Zusätzlich ist in 2011 im Bereich internationaler eCard-Projekte mit einem positiven Orderflow zu rechnen.

Daneben dürften neue, **vielversprechende Partnerschaften** für positiven Newsflow sorgen. Zuletzt konnte OpenLimit mit Siemens eine erweiterte Vertriebskooperation bekanntgeben (siehe Corporate News vom 28.10.2010). Der erwartete, erfreuliche Newsflow sollte das Sentiment für die Aktie von OpenLimit positiv beeinflussen und somit dazu beitragen, dass sich die derzeitige Bewertungslücke schließt.

Bewertung

Auf dem aktuellen Kursniveau ist die Aktie der OpenLimit Holding AG deutlich unterbewertet. Die strategischen Partnerschaften mit Global-Playern wie Siemens und Fujitsu in einem bedeutenden Zukunftsmarkt unterstreichen die Wettbewerbsqualität des Unternehmens. Der erwartete, positive Newsflow wird u.E. das Sentiment für die Aktie weiter verbessern. Das aktuelle Kursniveau spiegelt die einzigartige Positionierung, das attraktive Marktumfeld und die daraus resultierenden zukünftigen Wachstumsaussichten in keiner Weise wider. Der aus einem DCF-Modell abgeleitete, faire Wert beträgt 2,45 Euro.

DCF-Modell

Das DCF-Modell unter der Annahme eines Beta von 1,5, einem risikolosen Zins von 2,5%, einem WACC von 10,1% und einer ewigen Wachstumsrate von 2,5% signalisiert einen fairen Wert von 2,45 EUR. Dabei wurden Wertminderungseffekte durch die Ausübung von Aktienoptionen aus dem **Optionsprogrammen von OpenLimit** unberücksichtigt gelassen.

Per Ende September waren insgesamt knapp 4,9 Mio. Optionen ausstehend, davon ca. 3,9 Mio. mit einer Laufzeit bis Mitte 2016 und rund 1 Mio. bis Mitte 2017. Die Ausübungspreise liegen in der Spanne von 0,90 Euro bis 2,50 Euro.

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal Value
Umsatz	5,9	9,1	12,7	16,5	20,3	23,8	26,9	28,3
<i>Veränderung</i>	32,3%	55,0%	40,0%	30,0%	23,0%	17,3%	12,9%	5,0%
EBIT	-0,4	0,8	2,2	3,8	4,9	6,0	7,5	8,5
<i>EBIT-Marge</i>	-6,5%	9,2%	17,4%	23,0%	24,0%	25,0%	28,0%	30,00%
NOPAT	-0,3	0,6	1,7	2,8	3,7	4,5	5,7	6,4
Abschreibungen	1,8	2,4	2,8	3,4	3,1	3,3	3,4	3,5
<i>in % vom Umsatz</i>	31,5%	26,0%	22,0%	20,5%	15,4%	13,8%	12,5%	12,5%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	0,8	-0,5	-1,3	-1,7	-1,3	-1,5	-1,3	-0,6
- Investitionen	-2,6	-3,2	-3,6	-4,3	-3,3	-3,4	-3,5	-3,7
<i>Investitionsquote</i>	45,0%	35,0%	28,0%	26,0%	16,0%	14,4%	13,0%	13,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,3	-0,6	-0,5	0,3	2,3	2,9	4,3	5,7
WACC	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Present Value	-0,3	-0,6	-0,4	0,2	1,5	1,8	2,4	38,2
Kumuliert	-0,3	-0,9	-1,2	-1,0	0,5	2,3	4,7	42,9

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	42,9
Terminal Value	38,2
Anteil vom Tpv-Wert	89%
Verbindlichkeiten	0,2
Liquide Mittel	1,7
Eigenkapitalwert	44,4

Aktienzahl (Mio.) 18,11

Wert je Aktie (EUR)	2,45
+Upside / -Downside	41%
Aktienkurs (EUR)	1,74

Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,00%
Fremdkapitalzins	7,0%
Marktrendite	9,00%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,50
WACC	10,09%
ewiges Wachstum	2,50%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2010-2013	41,2%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2010-2015	32,4%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2017	5,0%
EBIT-Marge (CAGR)	2010-2013	10,7%
EBIT-Marge (CAGR)	2010-2015	15,3%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2017	30,0%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,59%	1,94	2,03	2,08	2,13	2,25
10,34%	2,09	2,19	2,25	2,31	2,45
10,09%	2,26	2,38	2,45	2,52	2,68
9,84%	2,46	2,60	2,68	2,77	2,96
9,59%	2,68	2,85	2,95	3,05	3,28

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

WACC	29,50%	29,75%	30,00%	30,25%	30,50%
10,59%	2,05	2,06	2,08	2,09	2,11
10,34%	2,22	2,23	2,25	2,27	2,29
10,09%	2,41	2,43	2,45	2,47	2,49
9,84%	2,52	2,54	2,56	2,58	2,60
9,59%	2,64	2,66	2,68	2,70	2,72



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 58 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.

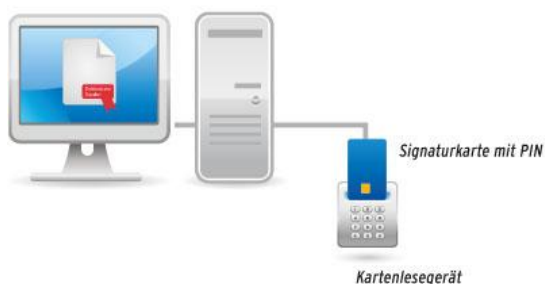
Die einzelnen Module verknüpft OpenLimit zu maßgeschneiderten Lösungen, die als Client-, Server- oder Integrationslösung eingesetzt werden können – und im Ergebnis die Sicherheit, Qualität und Geschwindigkeit von Prozessen steigern. Jede Lösung von OpenLimit baut auf den SignCubes-Basiskomponenten auf,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

Einzartige 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 auszugsweise dargestellt werden sollen:

Digitale Signaturlösungen

AusweisApp

Die AusweisApp ermöglicht es dem Inhaber des neuen Personalausweises (nPA) und anderer Chipkarten sich auf dem elektronischen Weg identifizieren zu können, zum Beispiel beim Besuch der Internetseite 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 berechnete Anbieter

von Dienstleistungen, die also über ein Berechtigungszertifikat verfügen, 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 erfolgte im November 2010, dem Datum an dem auch die Ausgabe des neuen Personalausweises startete.

In der technischen Definition ist die AusweisApp 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 OpenLimit eID-Server übernimmt im Hintergrund die sichere Abwicklung der Authentisierungsvorgänge zwischen dem AusweisApp 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 Mausclick 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.

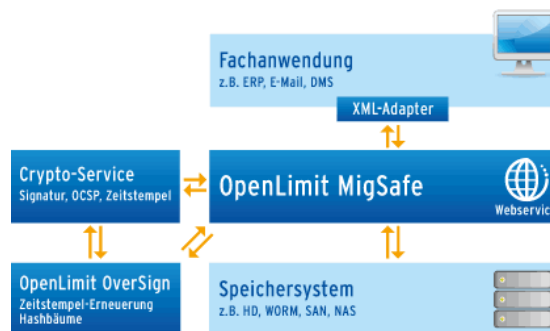
OpenLimit Batch

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 dutzende 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 Beweiswerterhaltung 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.



Quelle: OpenLimit Holding AG

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 Beweiswerterhaltung 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

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.

Christian Fuessinger (CFO) wurde 1973 in Österreich geboren. Er ist seit Juli 2010 Chief Financial Officer & Head of Corporate Affairs und Mitglied der Geschäftsleitung. Nach Abschluss seiner Diplom- und Masterstudien mit Fokus Finanzwesen und Internationales war er 10 Jahre bei der Credit Suisse in London tätig. Zuletzt führte er als Director und Co-head der Buyside Insights Group ein Team von Corporate Finance und Shareholder Value Experten, welches er 2002 mitbegründet hatte. Zuvor war Herr Fuessinger mehr als drei Jahre lang im Bereich Corporate Finance sowie M&A der CSFB Technology Group tätig und hat davor weitere Investmentbanking Erfahrung bei Dresdner Kleinwort Benson in Frankfurt gesammelt.

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 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 Hertz 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 9,2% 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. EUR) OPENLIMIT Holding AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	4,5	4,4	5,9	9,1	12,7
aktivierte Eigenleistung	1,4	2,0	2,6	2,7	2,8
Materialkosten	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Personalaufwand	3,0	4,5	5,3	6,4	8,0
sonstige betriebliche Aufwendungen	1,0	1,4	1,6	2,1	2,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1,9	0,5	1,5	3,2	5,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EBITA	1,8	0,4	1,4	3,1	4,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	1,3	1,8	2,3	2,7
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,1	-0,8	-0,4	0,8	2,2
Zinsertrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	0,3	0,1	0,5	0,1	0,1
Finanzergebnis	-0,3	-0,1	-0,5	0,0	0,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,9	-0,9	-0,8	0,8	2,2
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,9	-0,9	-0,8	0,8	2,2
EE-Steuern	0,0	-0,4	-0,1	0,2	0,5
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	0,9	-0,5	-0,7	0,6	1,6

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

G&V (in % vom Umsatz) OPENLIMIT Holding AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
aktivierte Eigenleistung	30,0%	45,1%	45,0%	30,0%	22,0%
Materialkosten	0,0%	2,0%	1,5%	1,3%	1,2%
Personalaufwand	67,1%	101,0%	90,0%	70,0%	63,0%
sonstige betriebliche Aufwendungen	22,0%	30,7%	28,0%	23,5%	20,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	40,9%	11,4%	25,0%	35,2%	39,4%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,4%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%
EBITA	39,5%	9,8%	23,6%	34,0%	38,3%
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%
EBIT	25,2%	-18,7%	-6,5%	9,2%	17,4%
Zinsertrag	0,7%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%
Zinsaufwendungen	6,3%	2,6%	8,2%	0,8%	0,7%
Finanzergebnis	-5,6%	-2,3%	-7,8%	-0,3%	-0,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	19,6%	-21,0%	-14,3%	8,9%	17,2%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	19,6%	-21,0%	-14,3%	8,9%	17,2%
EE-Steuern	0,5%	-8,8%	-1,9%	2,2%	4,3%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	19,1%	-12,2%	-12,4%	6,7%	12,9%

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

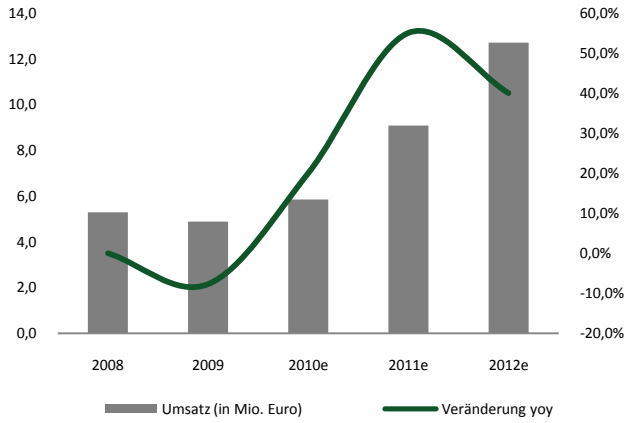
Bilanz (in Mio. EUR) OPENLIMIT Holding AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	3,2	4,2	5,0	5,7
Sachanlagen	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	2,5	3,3	4,4	5,2	5,9
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	3,6	4,9	4,1	4,7	6,3
Liquide Mittel	0,1	0,9	1,7	1,0	0,6
Umlaufvermögen	3,7	5,8	5,8	5,8	6,8
Bilanzsumme	6,2	9,1	10,2	10,9	12,8
PASSIVA					
Eigenkapital	5,6	8,6	9,6	10,2	11,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,4	0,3	0,3	0,5	0,7
Verbindlichkeiten	0,4	0,3	0,3	0,5	0,7
Bilanzsumme	6,2	9,1	10,2	10,9	12,8

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

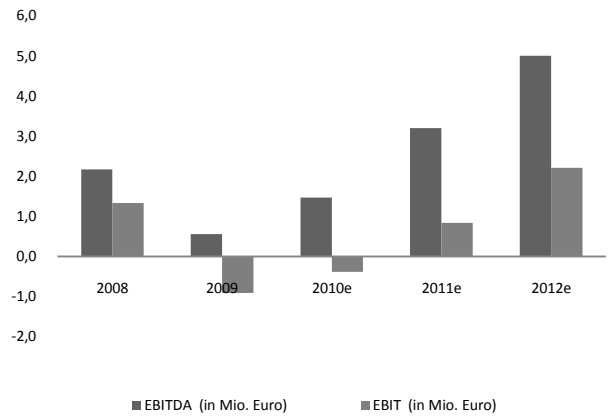
Bilanz (in % der Bilanzsumme) OPENLIMIT Holding AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	38,8%	34,7%	41,4%	45,5%	44,6%
Sachanlagen	1,5%	1,1%	1,5%	1,9%	1,9%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	40,3%	35,8%	43,0%	47,4%	46,5%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	58,6%	54,2%	40,3%	43,2%	49,0%
Liquide Mittel	1,1%	10,1%	16,7%	9,5%	4,5%
Umlaufvermögen	59,7%	64,2%	57,0%	52,6%	53,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	90,3%	94,3%	94,8%	93,6%	92,9%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	2,6%	1,9%	1,9%	1,8%	1,5%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	7,2%	3,8%	3,3%	4,7%	5,6%
Verbindlichkeiten	7,2%	3,8%	3,3%	4,7%	5,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

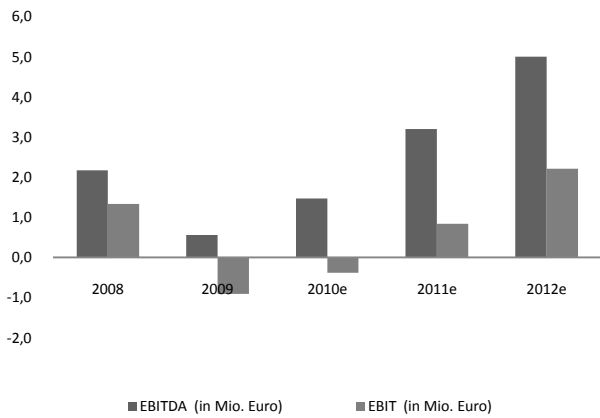
Umsatzentwicklung



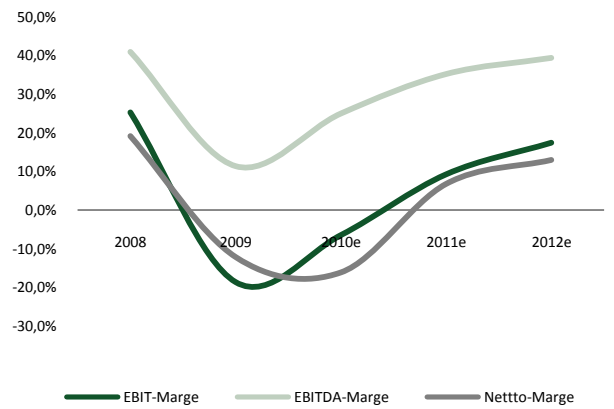
Ergebnisentwicklung



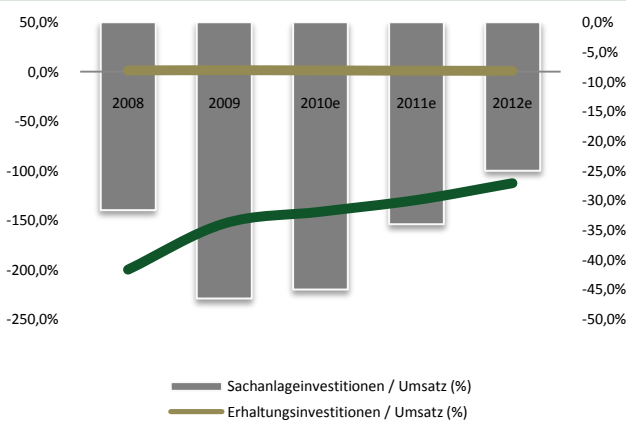
Free-Cash-Flow Entwicklung



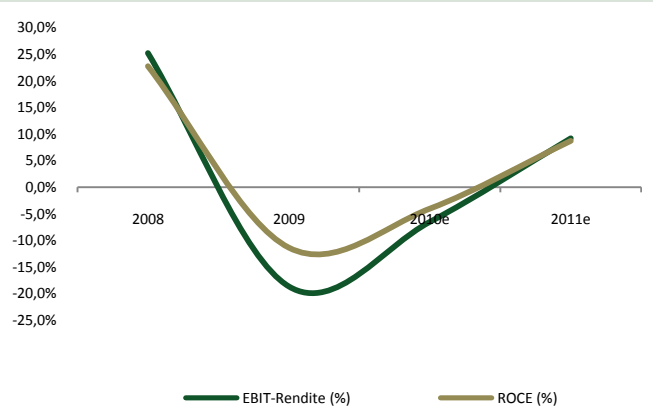
Margenentwicklung



Investitionen



Ebit-Rendite / ROCE



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 weiter-geleitet 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 (Stand: 29.11.2010):

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

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 29.11.2010):

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
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

Kurs- und Empfehlungs- Historie / Tabellarisch

Empfehlung	Datum	Kursziel	Potenzial
Ersteinschätzung	23.04.2010	2,50 Euro	46%
Kaufen	07.05.2010	2,50 Euro	48%
Kaufen	17.08.2010	2,50 Euro	82%
Kaufen	27.08.2010	2,50 Euro	69%
Kaufen	06.09.2010	2,50 Euro	74%
Kaufen	29.11.2010	2,45 Euro	41%
