

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **1,40 Euro**

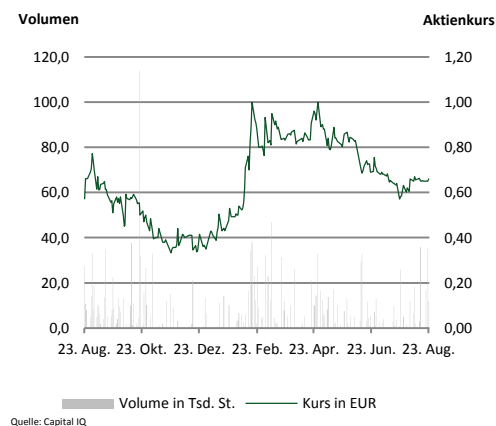
**Kurspotenzial:** **+103 Prozent**

**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	0,69 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	19,15
Marktkap. (in Mio. Euro)	13,16
Enterprise Value (in Mio. Euro)	12,45
Ticker	O5H
ISIN	CH0022237009

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	1,07
52 Wochen-Tief (in Euro)	0,32
3 M relativ zum SDAX	-28,7%
6 M relativ zum SDAX	-12,5%



**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	67,76%
Heinrich Dattler	11,13%
René C. Jäggi	8,84%
Enuhill Portfolio Inc.	6,79%
Robert E. Züllig	5,48%

**Termine**

Q3-Bericht 12. November 2012

**Prognosen Anpassung**

	2012e	2013e	2014e
Umsatz (alt)	7,4	9,2	10,9
Δ in %	-8,2%	-8,2%	-8,2%
EBIT (alt)	0,2	0,8	1,9
Δ in %	-200,9%	-19,1%	-34,2%
EPS (alt)	0,00	0,04	0,09
Δ in %	-	-25,0%	-33,3%

**Analyst**

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

**Publikation**

Comment 24. August 2012

**Starker Cashflow im ersten Halbjahr 2012 - Ausblick verhaltener**

OpenLimit hat gestern seine Zahlen für die ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres 2012 berichtet und anschließend einen Conference Call abgehalten. Umsatz und Ergebnis konnten wie erwartet gesteigert werden. Die wichtigsten Kennzahlen sind nachfolgend dargestellt:

OpenLimit Holding AG - H1 2012	Q1 2012	H1 2012	H1 2011	yoy
Gesamtleistung	1,4	3,3	2,9	13,8%
Umsatz	0,8	2,1	1,8	17,0%
EBIT	-0,6	-1,3	-1,7	-
Nettoergebnis	-0,7	-1,4	-1,9	-
Operativer Cashflow	-	3,4	-0,9	-
Liquide Mittel	0,2	2,6	0,1	1747,5%

Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro

Der Umsatz stieg yoy um 17% auf rund 2,1 Mio. Euro. Die wesentlichen Treiber des Wachstums waren:

- Grundaustausung aus bestehenden Verträgen wie beispielsweise im Bereich AusweisApp u.v.a.,
- erste größere Umsätze im Bereich elektronische Langzeitarchivierung (SecDocs), wo OpenLimit mit Fujitsu eine exklusive Kooperation abschließen konnte (beinhaltet eine Umsatzgarantie durch Fujitsu über die nächsten fünf Jahre mit steigender Tendenz).

Das Ergebnis konnte deutlich (+25%) verbessert werden, was eine Folge der strikten Kostendisziplin ist. Das EBIT betrug zum Halbjahr 2012 -1,3 Mio. Euro (VJ: -1,7 Mio. Euro). Einsparungen wurden insbesondere in den Bereichen Personal (-3%) und Materialaufwendungen (-84%) erreicht. Daneben konnte auch das Finanzergebnis deutlich verbessert werden (-48 Tsd. Euro in H1 2012 vs. -189 Tsd. Euro in H1 2011), was neben den Kosten für die Ausgabe einer Wandelanleihe in 2011 auch mit der Umstellung auf den Euro zusammenhängt (keine Währungsverluste mehr).

Die Liquiditätsslage hat sich weiter verbessert. Dies ist vor allem auf ein gutes Working Capital Management zurückzuführen. Durch eine Reduzierung des Forderungsbestandes auf 2,93 Mio. Euro erhöhten sich die liquiden Mittel deutlich und betragen per Ende H1 2012 knapp 2,6 Mio. Euro. Entsprechend stark war auch der operative Cashflow. Dieser konnte gegenüber dem Vorjahreszeitraum um rund 4,3 Mio. Euro verbessert werden.

*Weiter auf der nächsten Seite →*

Geschäftsjahresende: 31.12.	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	5,4	5,7	6,8	8,5	10,0
Veränderung yoy	22,6%	6,1%	18,0%	25,0%	18,0%
EBITDA	0,9	1,0	2,1	2,8	3,4
EBIT	-0,9	-1,2	-0,2	0,6	1,3
Jahresüberschuss	-1,7	-1,1	-0,3	0,5	1,1
Rohertagsmarge	143,8%	137,2%	131,0%	120,0%	115,0%
EBITDA-Marge	16,8%	16,7%	31,0%	33,0%	34,0%
EBIT-Marge	-16,0%	-21,3%	-2,8%	7,5%	12,7%
Net Debt	-0,4	1,4	-0,2	-0,4	-0,8
Net Debt/EBITDA	-0,5	1,5	-0,1	-0,1	-0,2
ROCE	-11,0%	-13,4%	-2,0%	7,4%	14,0%
EPS	-0,09	-0,06	-0,02	0,03	0,06
FCF je Aktie	0,00	-0,13	0,09	0,01	0,02
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	2,3	2,2	1,8	1,5	1,2
EV/EBITDA	13,7	13,0	5,9	4,5	3,7
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	19,6	9,8
KGV	n.m.	n.m.	n.m.	22,9	11,5
P/B	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3

Quellen: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, Kurs: 0,687

### **Ausblick verhaltener**

Im Rahmen der H1 Berichterstattung hat das Unternehmen einen konkretisierten Ausblick für das laufende GJ 2012 gegeben. Das Umsatzwachstum im soliden, zweistelligen Bereich wurde bestätigt. Allerdings deutet das Wording darauf hin, dass dieses etwas unter den ursprünglichen Erwartungen liegen dürfte.

Auch bezogen auf das Ergebnis ist das Management zurückhaltender. Das ursprünglich avisierte Erreichen des Break Even beim EBIT ist zwar noch möglich, allerdings in abgeschwächter Form. Als Gründe für den zurückhaltenden Ausblick wurden Marktunsicherheiten (größere Umstrukturierungsmaßnahmen und Stellenabbau bei vielen IT Großkonzernen) sowie die Produktneueinführungen (TrueIdentity, Smart Meter Gateway) genannt.

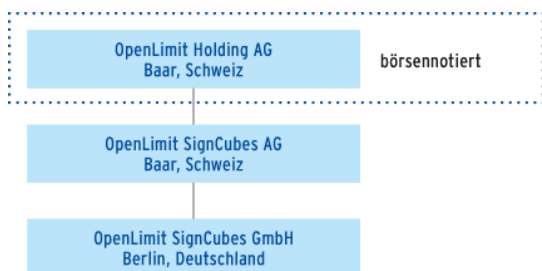
### **Prognosen leicht gesenkt**

Wir haben unsere Prognosen überarbeitet. Beim EBIT gehen wir im laufenden Geschäftsjahr von einer Verbesserung auf -0,2 Mio. Euro aus (VJ: -1,2 Mio. Euro), der Break Even dürfte aber nicht mehr erreicht werden. Für 2013 ff. haben die Umsatzprognosen leicht gesenkt, was die Investitionszurückhaltung der Unternehmen und des Öffentlichen Sektors insbesondere in Bezug auf eID Projekte reflektiert.

### **Fazit: Geduld ist gefragt**

Auch in diesem Jahr wird OpenLimit den Break Even beim EBIT u.E. nicht erreichen. Neben internen Gründen (Neuaufstellung Vertrieb, strategische Neuausrichtung auf die Privatwirtschaft, Produktneueinführungen) ist dies vor allem auf das allgemeine Marktumfeld zurückzuführen. Die Nutzung des nPA als Medium für die elektronische Identifizierung ist noch gering. Entsprechend zurückhaltend sind die Unternehmen in Bezug auf Investitionen in diesem Bereich. Die Staatsschuldenkrise führt dazu, dass internationale eCard-Projekte verschoben werden. Im Bereich beweisichere Langzeitarchivierung hat OpenLimit durch die Exklusiv-Kooperation mit Fujitsu in H1 2012 einen Meilenstein in der Unternehmensgeschichte erreicht. Allerdings laufen die Vertriebsbemühungen erst an und werden sich dementsprechend erst ab 2013 voll in der Topline von OpenLimit zeigen. Themen wie Anwendungen im Bereich Smart Metering sind hochinteressant, werden u.E. aber kurzfristig nicht zu Umsätzen bei OpenLimit führen.

Trotz dieser Punkte sehen wir OpenLimit gut aufgestellt, um von den starken Trends (Digitalisierung von Geschäftsprozessen, medienbruchfreier Workflow, steigendes Sicherheitsbedürfnis) in Zukunft zu profitieren. Aus diesem Grund bestätigen wir unsere Kauf-Empfehlung bei einem aktualisierten Kursziel von 1,40 Euro (zuvor: 1,50 Euro).



Quelle: OpenLimit Holding AG

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die OpenLimit Holding AG (gegründet 2002) ist ein international führender Anbieter von Softwarelösungen im Bereich elektronische Signatur. Der Hauptsitz des Unternehmens ist Baar (Schweiz). Daneben hat OpenLimit eine Tochtergesellschaft (OpenLimit SignCubes GmbH) mit Sitz in Berlin. Derzeit beschäftigt das Unternehmen insgesamt 64 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.

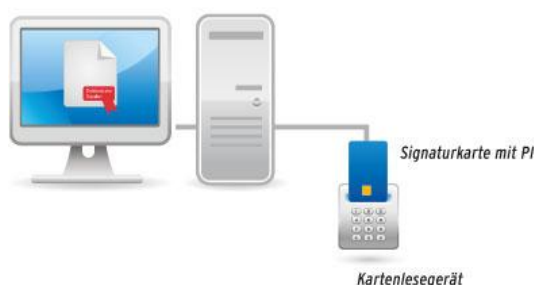
Die einzelnen Module verknüpft OpenLimit zu maßgeschneiderten Lösungen, die als Client-, Server- oder Integrationslösung eingesetzt werden können – und im Ergebnis die Sicherheit, Qualität und Geschwindigkeit von Prozessen steigern. Jede Lösung von OpenLimit baut auf den SignCubes-Basiskomponenten auf, 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 digitale 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 hierbei 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 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.

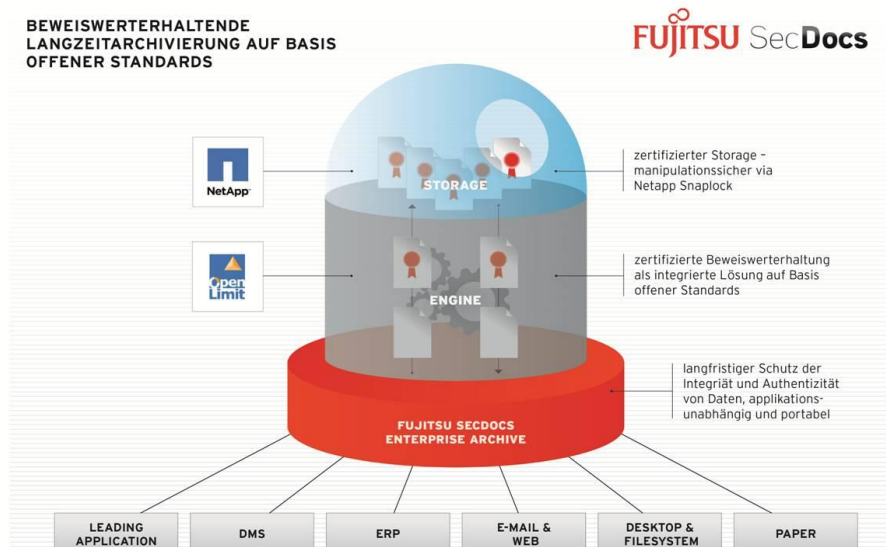
#### **OpenLimit Batch**

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

#### **Lösungen für elektronische Archive**

##### **Fujitsu SecDocs**

SecDocs setzt auf den OpenLimit Middleware-Komponenten für die Langzeitspeicherung auf. Das Produkt wird über eine Kooperation mit Fujitsu international vertrieben. In 2010 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.



Eine Komponente von SecDocs ist MigSafe. Mit diesem Produkt 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 hieraus ein erhebliches Einsparpotential (Papierkosten, Druckkosten,...) sowie Rechtssicherheit (langfristige Gewährleistung der vollen gesetzlichen Beweiskraft elektronisch signierter Dokumente) im Umgang mit den Dokumenten.

## Management

**Marc Gurov (CEO)** wurde 1973 in den USA geboren. Seit 2009 ist er CEO von 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. 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 Management 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 mit gegründet 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** (geb. Mai 1978) 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 Abschluss seines Studiums war er bei der OpenLimit SignCubes GmbH zunächst im Bereich der Produktentwicklung beschäftigt, bis er seine jetzige Position übernahm.

**Dirk Arendt** (geb. Aug. 1966) ist seit Januar 2009 als **Vice President, Corporate Communications**, 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.

**Reinhard Stüber** (Jahrgang 1952) 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.

**Andreas Eulenfeld** ist seit 01.01.2012 als CSO Leiter der Vertriebsabteilung. Herr Eulenfeld verfügt über ein ausgiebiges Kontaktnetzwerk und breites Wissen im Bereich Dokumentenmanagement. Bei OpenLimit soll er insbesondere die strategische Neuausrichtung des Vertriebs auf den Industriesektor vorantreiben.

#### **Aktionärsstruktur**

Der **größte Einzelaktionär** bei der OpenLimit Holding AG ist der ehemalige CEO und Unternehmensgründer Heinrich Dattler mit einem Anteil von 11,13%. René Jäggi (Verwaltungsratspräsident) hält aktuell 8,84% der Stimmrechte. Von 1987 bis 1992 war Herr Jäggi CEO von Adidas. Danach bekleidete er Vorstandsposten beim FC Basel und dem 1. FC Kaiserslautern.

Die Enuhill Portfolio Inc. ist mit einem Stimmrechtsanteil von 6,79% drittgrößter Einzelaktionär von OpenLimit. Robert E. Züllig hat am 04.01.2010 die Stimmrechtsschwelle von 5% überschritten und hält aktuell 5,48% der Stimmrechte. Damit ist er viertgrößter Einzelaktionär der OpenLimit Holding AG.

Die restlichen 67,76% der Anteile befinden sich im **Streubesitz**.

**ANHANG**

**DCF Modell**

Angaben in Mio. EUR	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>6,8</b>	<b>8,5</b>	<b>10,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,6</b>	<b>13,7</b>	<b>14,5</b>	<b>14,8</b>
<i>Veränderung</i>	18,0%	25,0%	18,0%	15,0%	10,0%	8,0%	6,0%	2,5%
<b>EBIT</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
<i>EBIT-Marge</i>	-2,8%	7,5%	12,7%	15,7%	20,0%	24,0%	25,0%	25,0%
<b>NOPAT</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
<i>in % vom Umsatz</i>	33,8%	25,5%	21,3%	18,3%	16,0%	15,0%	14,0%	13,4%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	2,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3	0,0
- Investitionen	-2,3	-2,4	-2,5	-2,7	-2,4	-2,3	-2,2	-2,0
<i>Investitionsquote</i>	33,9%	28,3%	25,0%	23,5%	19,0%	17,1%	15,4%	13,5%
<b>Übriges</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>
<b>WACC</b>	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Present Value	1,7	0,2	0,3	0,4	0,9	1,4	1,4	22,0
<b>Kumuliert</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>6,3</b>	<b>28,3</b>

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

Total present value (Tpv)	28,3
Terminal Value	22,0
Anteil vom Tpv-Wert	78%
Verbindlichkeiten	1,8
Liquide Mittel	0,4
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>26,8</b>

Aktienzahl (Mio.) 19,15

<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,40</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>104%</b>
<b>Aktienkurs (EUR)</b>	0,69

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	6,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,40
WACC	9,6%
ewiges Wachstum	2,5%

Quelle: Montega

**Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen**

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2012-2015	19,2%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2012-2017	15,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2019	2,5%
EBIT-Marge	2012-2015	8,3%
EBIT-Marge	2012-2017	12,8%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2019	25,0%

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

WACC	1,75%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,25%
10,06%	1,10	1,16	1,18	1,21	1,28
9,81%	1,19	1,25	1,29	1,32	1,40
<b>9,56%</b>	1,29	1,36	<b>1,40</b>	1,44	1,54
9,31%	1,40	1,49	1,53	1,59	1,70
9,06%	1,53	1,64	1,69	1,75	1,89

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2019e**

WACC	24,50%	24,75%	<b>25,00%</b>	25,25%	25,50%
10,06%	1,17	1,18	1,18	1,19	1,20
9,81%	1,26	1,27	1,29	1,30	1,31
<b>9,56%</b>	1,38	1,39	<b>1,40</b>	1,41	1,42
9,31%	1,44	1,45	1,47	1,48	1,49
9,06%	1,51	1,52	1,53	1,55	1,56

G&V (in Mio. EUR) OPENLiMIT Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>8,5</b>	<b>10,0</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	2,5	2,3	2,4	2,0	1,9
<b>Gesamtleistung</b>	<b>7,9</b>	<b>8,0</b>	<b>9,2</b>	<b>10,5</b>	<b>11,9</b>
Materialaufwand	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
<b>Rohertrag</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	<b>10,2</b>	<b>11,5</b>
Personalaufwendungen	5,3	5,3	5,1	5,6	6,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,8	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>EBITA</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	2,1	2,2	2,0	2,0
<b>EBIT</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>
Finanzergebnis	-0,7	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>
EE-Steuern	0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) OPENLiMIT Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Bestandsveränderungen	0%	0%	0%	0%	0%
Aktiviert Eigenleistungen	46%	40%	35%	24%	19%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>146%</b>	<b>140%</b>	<b>135%</b>	<b>124%</b>	<b>119%</b>
Materialaufwand	2%	3%	4%	4%	4%
<b>Rohertrag</b>	<b>144%</b>	<b>137%</b>	<b>131%</b>	<b>120%</b>	<b>115%</b>
Personalaufwendungen	98%	93%	75%	66%	62%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	29%	28%	25%	21%	19%
Sonstige betriebliche Erträge	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBITDA</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>31%</b>	<b>33%</b>	<b>34%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	33%	1%	1%	2%	1%
<b>EBITA</b>	<b>-16%</b>	<b>15%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>33%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0%	37%	33%	24%	20%
<b>EBIT</b>	<b>-16%</b>	<b>-21%</b>	<b>-3%</b>	<b>7%</b>	<b>13%</b>
Finanzergebnis	-14%	-2%	-1%	0%	0%
<b>EBT</b>	<b>-30%</b>	<b>-23%</b>	<b>-4%</b>	<b>7%</b>	<b>13%</b>
EE-Steuern	1%	-4%	0%	1%	2%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-31%</b>	<b>-20%</b>	<b>-4%</b>	<b>6%</b>	<b>11%</b>
Anteile Dritter	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-31%</b>	<b>-20%</b>	<b>-4%</b>	<b>6%</b>	<b>11%</b>

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



Bilanz (in Mio. EUR) OPENLiMiT Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,2	4,8	4,7	4,8	5,1
Sachanlagen	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,3	7,0	5,6	6,3	7,0
Liquide Mittel	0,6	0,4	2,0	0,7	1,2
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>4,9</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>8,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>9,2</b>	<b>12,3</b>	<b>12,6</b>	<b>12,2</b>	<b>13,7</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>8,3</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>10,2</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Rückstellungen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	1,5	1,5	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,7	1,6	2,1	2,7	3,1
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>0,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>9,2</b>	<b>12,3</b>	<b>12,6</b>	<b>12,2</b>	<b>13,7</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) OPENLiMiT Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	45,3%	38,8%	37,1%	39,6%	37,5%
Sachanlagen	1,8%	1,1%	1,9%	2,6%	2,8%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>47,1%</b>	<b>39,8%</b>	<b>39,0%</b>	<b>42,2%</b>	<b>40,3%</b>
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	46,5%	57,3%	44,4%	51,6%	51,1%
Liquide Mittel	6,9%	3,2%	16,3%	6,1%	8,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>53,4%</b>	<b>60,5%</b>	<b>60,7%</b>	<b>57,8%</b>	<b>59,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>90,4%</b>	<b>72,5%</b>	<b>68,4%</b>	<b>75,0%</b>	<b>74,6%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Rückstellungen	2,4%	2,8%	2,7%	2,8%	2,5%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	12,2%	11,9%	0,0%	0,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	10,1%	27,9%	31,3%	25,0%	25,2%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>10,1%</b>	<b>27,9%</b>	<b>31,3%</b>	<b>25,0%</b>	<b>25,2%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

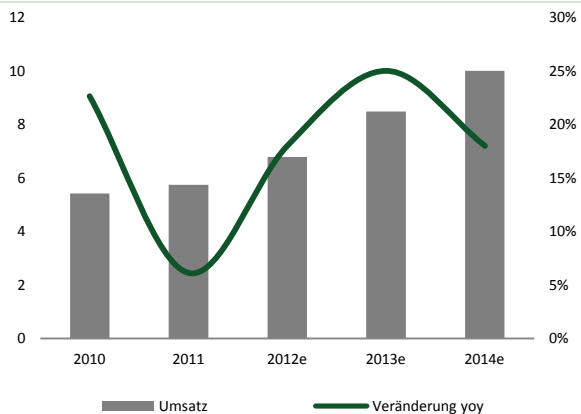
Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) OPENLiMIT Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,7	-1,1	-0,3	0,5	1,1
Abschreibung Anlagevermögen	1,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	2,1	2,2	2,0	2,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>
Veränderung Working Capital	1,3	-1,6	2,0	-0,1	-0,3
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>
CAPEX	-2,6	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,5</b>
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	1,5	0,0	-1,5	0,0
Sonstiges	0,7	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,4</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>

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

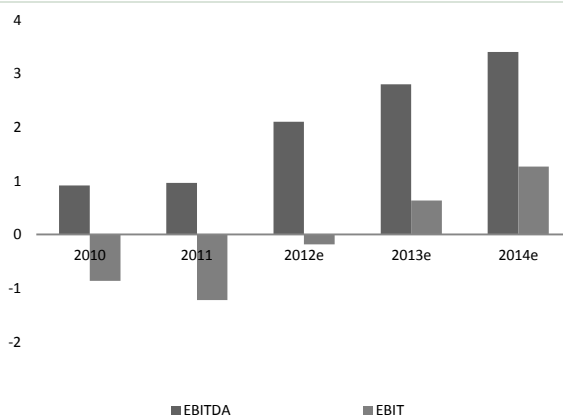
Kennzahlen OPENLiMIT Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Ertragsmargen</b>					
Rohrertragsmarge (%)	143,8%	137,2%	131,0%	120,0%	115,0%
EBITDA-Marge (%)	16,8%	16,7%	31,0%	33,0%	34,0%
EBIT-Marge (%)	-16,0%	-21,3%	-2,8%	7,5%	12,7%
EBT-Marge (%)	-29,8%	-23,4%	-4,2%	7,5%	12,7%
Netto-Umsatzrendite (%)	-30,8%	-19,7%	-4,4%	6,3%	10,7%
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	-11%	-13%	-2%	7%	14%
ROE (%)	-19%	-14%	-3%	6%	12%
ROA (%)	-18%	-9%	-2%	4%	8%
<b>Solvenz</b>					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-0,4	1,4	-0,2	-0,4	-0,8
Net Debt / EBITDA	-0,5	1,5	-0,1	-0,1	-0,2
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-1,2	-2,5	1,7	0,2	0,4
Capex / Umsatz (%)	48%	41%	34%	28%	25%
Working Capital / Umsatz (%)	75%	79%	66%	42%	38%
<b>Bewertung</b>					
EV/Umsatz	2,3	2,2	1,8	1,5	1,2
EV/EBITDA	13,7	13,0	5,9	4,5	3,7
EV/EBIT	-	-	-	19,6	9,8
EV/FCF	-	-	7,5	62,3	30,6
KGV	-	-	-	22,9	11,5
P/B	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

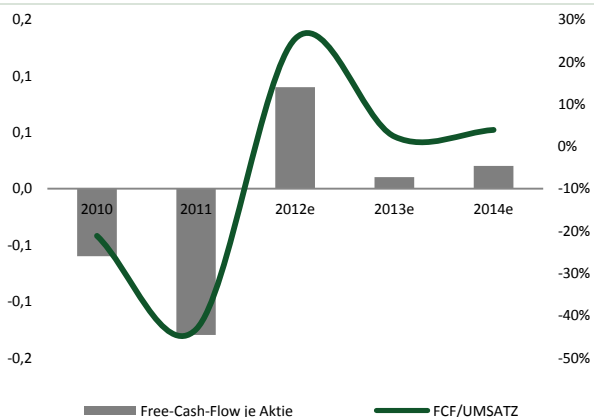
Umsatzentwicklung



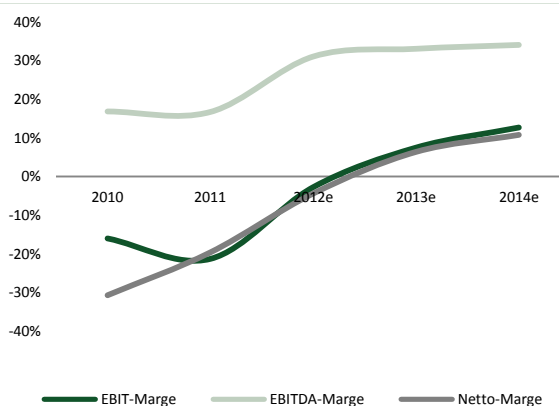
Ergebnisentwicklung



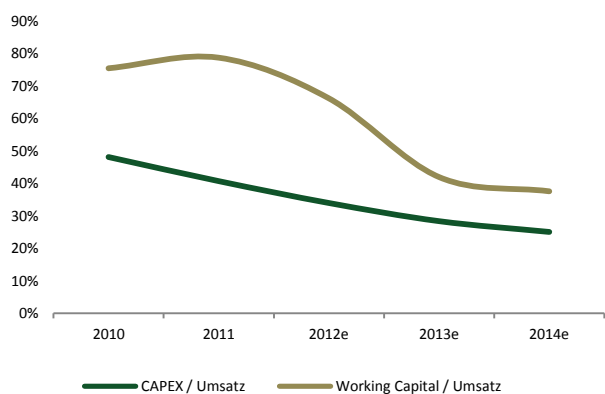
Free-Cash-Flow Entwicklung



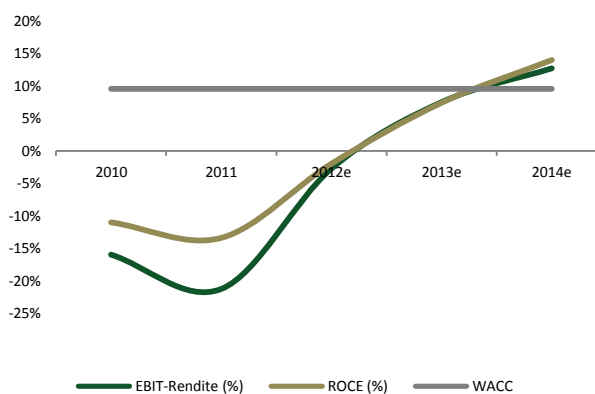
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



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: 24.08.2012):**

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: 24.08.2012):**

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 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 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 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

## Kurs- und Empfehlungs- Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	23.04.2010	1,71	2,50	46%
Kaufen	07.05.2010	1,69	2,50	48%
Kaufen	17.08.2010	1,37	2,50	82%
Kaufen	27.08.2010	1,48	2,50	69%
Kaufen	07.09.2010	1,44	2,50	74%
Kaufen	29.11.2010	1,74	2,45	41%
Kaufen	03.03.2011	1,40	2,45	75%
Kaufen	20.04.2011	1,29	2,35	82%
Kaufen	20.05.2011	1,02	1,70	67%
Kaufen	08.09.2011	0,63	1,30	106%
Kaufen	24.11.2011	0,42	1,10	162%
Kaufen	03.05.2012	0,95	1,50	58%
Kaufen	21.05.2012	0,83	1,50	82%
Kaufen	24.08.2012	0,69	1,40	103%