

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **1,30 Euro**

Kurspotenzial: **+157 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	0,51 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	19,15
Marktkap. (in Mio. Euro)	9,67
Enterprise Value (in Mio. Euro)	10,41
Ticker	O5H
ISIN	CH0022237009

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	1,07
52 Wochen-Tief (in Euro)	0,33
3 M relativ zum CDAX	-26,8%
6 M relativ zum CDAX	-53,5%



Source: Capital IQ

Aktionärsstruktur

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

Termine

k.A.

Prognosen Anpassung

	2012e	2013e	2014e
Umsatz (alt)	6,8	8,5	10,0
Δ in %	-6,8%	-6,8%	-6,8%
EBIT (alt)	-0,2	0,6	1,3
Δ in %	n.m.	-61,0%	-1,3%
EPS (alt)	-0,02	0,03	0,06
Δ in %	n.m.	-66,7%	-

Analysten

Alexander Braun	Alexander Drews
+49 40 41111 37 77	+49 40 41111 37 84
a.braun@montega.de	a.drews@montega.de

Publikation

Studie 21. November 2012

Strategische Neuausrichtung soll Planungssicherheit erhöhen

OpenLimit, ein international führender Anbieter elektronischer Identitäts- und Signatursoftware, hat am Montag Q3 Zahlen berichtet, die im Rahmen der Erwartungen ausgefallen sind. Der Umsatz stieg um über 17% auf 2,8 Mio. Euro, das EBIT verbesserte sich von -2,5 auf -2,4 Mio. Euro. Der Ausblick fiel jedoch schwächer aus als von uns erwartet. So geht das Unternehmen aufgrund von Projektverschiebungen nicht mehr davon aus, ein solides zweistelliges Wachstum auf Gesamtjahresbasis erzielen zu können. Folglich wird der avisierte Break-even auf EBIT-Ebene nicht erreicht.

Die schwächer als erwartete Entwicklung ist dabei insbesondere auf die große Abhängigkeit des Unternehmens von öffentlichen Auftraggebern zurückzuführen. Bedingt durch die Ausrichtung auf diese Kundengruppe hatte OpenLimit in der Vergangenheit vielfach mit Projektverschiebungen zu kämpfen. Als Konsequenz hierauf hat OpenLimit eine **Strategieerweiterung** vollzogen. Durch weiterentwickelte Lösungen sollen verstärkt privatwirtschaftliche Unternehmen angesprochen und die Abhängigkeit von Großprojekten reduziert werden. Hierbei profitiert OpenLimit von langfristigen Wachstumstrends wie der zunehmenden Digitalisierung von Geschäftsprozessen, der Verbreitung von mobilen Endgeräten und der wachsenden Beliebtheit von Cloud-Anwendungen in Unternehmen. Das prognostizierte Umsatzwachstum von 18% p.a. bis 2014e sollte OpenLimit dabei vor allem mit den folgenden Produktinnovationen erreichen:

truidentity: Technologie zur sicheren Identifizierung von Nutzern im Internet (Client- und Serverlösung), die insbesondere für mobile Endgeräte oder Cloud-Anwendungen geeignet ist. Erste Aufträge dürften in den nächsten Monaten verkündet werden (Auftragsvolumen dürfte zwischen 200-500 TEuro liegen).

SecDocs: Beweissichernde Langzeitarchivierung von elektronischen Dokumenten. Die Kooperation mit Fujitsu garantiert OpenLimit einen Mindestumsatz, zudem übernimmt Fujitsu den Vertrieb, weshalb die Umsätze im nächsten Jahr deutlich ansteigen sollten.

Smart Meter Gateway (SMG): Kooperation zur Entwicklung des ersten zertifizierten SMG, das in Verbindung mit intelligenten Stromzählern eine sichere Datenkommunikation gewährleistet und so hilft Strom zu sparen. Der Einsatz zertifizierter Gateways ist ab 2013 für viele Verbraucher verpflichtend, nennenswerte Umsätze sollten jedoch frühestens in 2014 erzielt werden.

Fazit: OpenLimit ist u.E. gut positioniert, um von den beschriebenen langfristigen Wachstumstrends zu profitieren. Dabei dürfte die stärkere Ausrichtung auf die Privatwirtschaft die Visibilität der Topline erhöhen und zu einer nachhaltigen Ergebnisverbesserung beitragen. Wir bestätigen daher unsere Kaufempfehlung bei einem neuen Kursziel von 1,30 Euro (zuvor: 1,40 Euro).

Geschäftsjahresende: 31.12.	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	5,4	5,7	6,3	7,9	9,3
Veränderung yoy	22,6%	6,1%	10,0%	25,0%	18,0%
EBITDA	0,9	1,0	1,4	2,8	3,8
EBIT	-0,9	-1,2	-1,1	0,2	1,3
Jahresüberschuss	-1,7	-1,1	-1,2	0,1	1,1
EBITDA-Marge	16,8%	16,7%	22,8%	35,6%	40,7%
EBIT-Marge	-16,0%	-21,3%	-16,8%	3,1%	13,4%
Net Debt	-0,4	1,4	0,2	0,0	-0,8
Net Debt/EBITDA	-0,5	1,5	0,1	0,0	-0,2
ROCE	-11,0%	-13,4%	-11,6%	3,1%	15,7%
EPS	-0,09	-0,06	-0,06	0,01	0,06
FCF je Aktie	0,00	-0,13	0,07	0,01	0,04
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,9	1,8	1,6	1,3	1,1
EV/EBITDA	11,4	10,8	7,2	3,7	2,7
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	42,2	8,3
KGV	n.m.	n.m.	n.m.	50,5	8,4
P/B	1,2	1,1	1,3	1,2	1,1

Quellen: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, Kurs: 0,505

INVESTMENT CASE

OpenLimit ist ein international führender Anbieter elektronischer Identitäts- und Signatursoftware. Zu den Leuchtturmprojekten zählt die Entwicklung der AusweisApp für den neuen elektronischen Personalausweis (nPA) sowie des dazugehörigen eID-Servers.

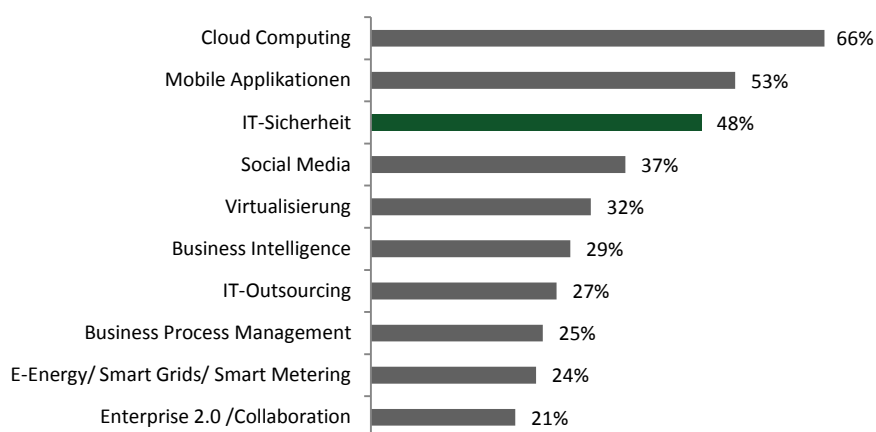
Die Kunden von OpenLimit kommen überwiegend aus dem öffentlichen Sektor. In der Vergangenheit hatte das Unternehmen vielfach mit Projektverschiebungen (eBAföG, ELENA, etc.) zu kämpfen. Als Konsequenz hierauf hat OpenLimit einen Strategiewechsel vollzogen. Künftig liegt der Fokus auf Kunden aus der Privatwirtschaft, die OpenLimit - teils zusammen mit Partnern - vor allem mit den vier folgenden Produktgruppen adressiert:

- **Elektronische Identität:** Sichere Online-Authentisierung beim Online-Banking, eCommerce oder z.B. beim Fernzugriff über mobile Endgeräte auf Unternehmenssysteme und Datenbanken.
- **Elektronische Signatur:** Elektronische Signierung von Dokumenten für die elektronische Rechnungsstellung (eInvoicing) und andere elektronische Formulare (eForms, eGovernment, eMobile).
- **Langzeitspeicherung elektronischer Dokumente:** Beweiswerterhaltende und gesetzeskonforme digitale Archivierung von Dokumenten (Kooperation mit Fujitsu).
- **Smart Meter Gateway (SMG):** Sicherheitsmodul für intelligente Stromzähler, das Kommunikationsprozesse zwischen Stromzähler, Energieversorger- und -verbraucher absichert.

Junger Markt mit viel Wachstumspotenzial

OpenLimit adressiert mit seinen Produkten einen noch jungen Markt, der ein enormes Wachstumspotenzial aufweist. Generell zählt die IT-Sicherheit aufgrund einer stetig ansteigenden Anzahl an Hackerangriffen auf Privatpersonen und Unternehmen zu den wichtigsten IT-Themen, wie die nachfolgende Grafik zeigt.

Die Hightech-Themen 2012



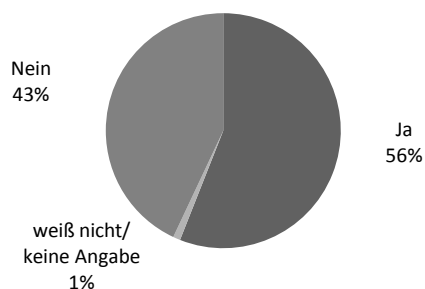
Quelle: BITKOM - Die wichtigsten Technologie- und Markttrends aus Sicht der ITK-Unternehmen

Elektronische Signaturen noch ein Nischenmarkt

Der Markt für elektronische Signaturen und Identitäten ist jedoch noch ein Nischenmarkt, der vor allem von der Nachfrage öffentlicher nationaler und internationaler Institutionen dominiert wird. Bedeutende Projekte sind der elektronische Personalausweis, die Gesundheitskarte oder die Bestrebung der EU-Kommission, einen einheitlichen Standard für die elektronische Rechnungsstellung (eInvoicing) einzuführen.

Die wachsende Bedeutung von Cloud Computing und mobilen Applikationen (Top 1 und Top2 Trends in 2012) in Unternehmen machen die Lösungen von OpenLimit jedoch zunehmend auch für die Privatwirtschaft interessant. So geben laut einer BITKOM Studie 43% der befragten Unternehmen (exklusive IT-Unternehmen) an, dass es keine speziellen Sicherheitsvorkehrungen für mobile Endgeräte gibt. Gleichzeitig berichten 39% von Angriffen auf IT-Systeme.

Sicherheits-Standards für mobile Geräte (Anwender Unternehmen)



Quelle: BITKOM

OpenLimit bedient mit seinen Produkten somit einen hoch attraktiven Markt, der in den nächsten Jahren ein strukturelles Wachstum aufweisen sollte. Für OpenLimit ergeben sich hierdurch vielfältige Absatzmöglichkeiten für die eigenen Sicherheitsapplikationen.

Smart Meter Markt bietet erhebliches Wachstumspotenzial

Ebenfalls unter den Top IT-Themen findet sich das Thema Smart Metering (intelligente Stromzähler). OpenLimit plant durch eine Kooperation mit dem Unternehmen Power Plus Communications den Einstieg in diesen Markt, der ein erhebliches Wachstumspotenzial aufweisen dürfte. So ist von der EU die Einführung von intelligenten Messgeräten für mindestens 80% der Stromkunden bis 2020 vorgeschrieben, soweit dies wirtschaftlich vertretbar ist.

In Österreich und Großbritannien wurde bereits auf Grundlage von durchgeführten Kosten-Nutzen-Analysen ein flächendeckender Roll-Out von Smart Metern empfohlen. Das Marktforschungsunternehmen IMS Research sieht daher in Großbritannien für die nächsten fünf Jahre Ausgaben von 2,4 Mrd. GBP für sogenannte Smart Home Energy Management Devices. Für Deutschland wird mit einer abschließenden Analyse im Frühjahr 2013 gerechnet, die gleichfalls den Einbau von Smart Metern für einen Großteil der Haushalte vorschreiben könnte. Unabhängig davon ist bereits heute der Einbau von Smart Metern bei Neubauten bzw. nach Sanierungsmaßnahmen verpflichtend. Zudem müssen zukünftig auch Anlagebetreiber von dezentralen Stromerzeugungsanlagen sowie Haushalte ab einem Jahresverbrauch von über 6.000 kWh/a intelligente Stromzähler installieren. Dies entspricht mehr als 10% der Privathaushalte. Studien gehen daher davon aus, dass bereits 2015 mehr als 50% der Haushalte mit Smart Metern ausgestattet sind.

OpenLimit als Spezialist für sichere Identifizierung im Netz

Im Bereich der Signatur- und Authentifizierungssoftware gehört OpenLimit zu den klaren Technologieführern der Branche. Die hohe Wettbewerbsqualität wird u.a. durch die folgenden Punkte verdeutlicht:

- OpenLimit entwickelt bereits seit über 10 Jahren hochsichere Signatur- und Verschlüsselungsverfahren, die u.a. im neuen Personalausweis zum Einsatz kommen.
- Die Signaturlösung von OpenLimit entspricht als einzige den international höchsten Sicherheitsstandard Common Criteria EAL 4+.

- Strategische Partnerschaften mit Global-Playern wie Siemens/Atoss und Fujitsu unterstreichen die führende Rolle von OpenLimit.

Aufgrund der hohen Expertise dürfte OpenLimit daher auch für die Privatwirtschaft konkurrenzfähige Produkte entwickeln. Bei dem eingeschlagenen Strategiewechsel handelt es sich jedoch nicht um eine komplett neue und kostspielige Produktentwicklung, sondern um die Ausrichtung der bereits entwickelten Plattformen auf die Bedürfnisse der Wirtschaft.

Künftige Wachstumstreiber

Die Umsatzentwicklung der vergangenen Jahre ist bisher deutlich hinter den hohen Erwartungen zurückgeblieben. Ursächlich hierfür waren mehrere Gründe:

- **Geringe Akzeptanz des nPA:** Die Funktionen des neuen Personalausweises (Verwendung zur Identifizierung im Internet für die Kommunikation mit Behörden) werden von den Bürgern bisher kaum in Anspruch genommen.
- **Abbruch des ELENA Verfahrens:** Datenschutzrechtliche Bedenken führten zum Abbruch des ELENA-Projektes (elektronisches Entgeltnachweis-Verfahren), welches wesentliche OpenLimit Technologie-Komponenten enthalten hätte.
- **Verzögerungen bei eCard Vorhaben:** Die Finanz- und Wirtschaftskrise führt zu einer Verzögerung bei vielen internationalen eCard Vorhaben (elektronische Personalausweise, Gesundheitskarten, etc.).

Insgesamt hatte die Zusammenarbeit mit öffentlichen Stellen eine geringe Planungssicherheit zur Folge, da große Projekte regelmäßig kurzfristig verschoben oder abgebrochen wurden. Exemplarisch hierfür sei das Thema elektronisches Bafög (eBafög) erwähnt. OpenLimit hatte in einer Kooperation mit Baden Württemberg (BW), Fujitsu und anderen Partnern die Einführung des eBafögs vorangetrieben und dieses bereits auf der CeBIT im Frühjahr 2012 präsentiert. Die Einführung wurde dennoch kurzfristig durch das Bundesland gestoppt, obwohl der administrative Aufwand für Bafög allein in BW 11,2 Mio. Euro beträgt und die Bundesländer für das gleiche Verfahren drei unterschiedliche IT-Systeme nutzen.

In der Folge hat sich OpenLimit in diesem Jahr verstärkt auf die Entwicklung von Anwendungen für die Privatwirtschaft fokussiert, um die Abhängigkeit von einzelnen Großprojekten zu reduzieren. Wir sehen insbesondere folgende Produktgruppen, die zu den Wachstumstreibern für OpenLimit avancieren dürften:

truedentity

truedentity ist eine Technologie zur sicheren Identifizierung von Nutzern im Internet (Client- und Serverlösung), die insbesondere für mobile Endgeräte geeignet ist. Hierdurch können Unternehmen ihre Mitarbeiter, Zulieferer oder Kunden mittels eines Online-Ausweises eindeutig identifizieren, so dass diese sicher auf Unternehmensdienste und sensible Daten im Unternehmensnetzwerk zugreifen können. Der Zugriff ist damit deutlich sicherer gegenüber den traditionellen Anmeldeverfahren mit Benutzernamen und Passwort. Der mit der Verbreitung von Cloud-Services und mobilen Geräten immer häufiger auftretende Identitätsdiebstahl kann hierdurch verhindert werden.

Die Technologie basiert auf der zuvor entwickelten Plattform für den elektronischen Personalausweis, der ebenfalls zur Authentifizierung verwendet werden kann. Zugleich können zusätzliche Dienste wie z.B. die digitale Signatur oder die beweiswerterhaltende Langzeitspeicherung genutzt werden.

SecDocs

Fujitsu und OpenLimit haben im Sommer eine fünfjährige Exklusivitätsvereinbarung geschlossen, die Fujitsu den Zugriff auf ausgewählte OpenLimit Technologien ermöglicht. Diese Kooperation ist ein Meilenstein in der Unternehmensgeschichte von OpenLimit, der folgende Vorteile bietet:

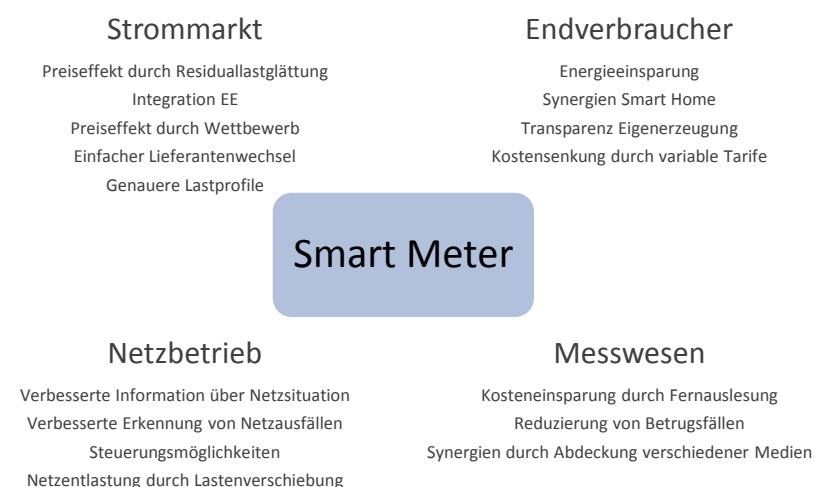
- 1) Anteilige Kostenübernahme durch Fujitsu an geleisteten und zukünftigen Entwicklungsarbeiten.
- 2) Beteiligung an den zukünftigen Lizenzumsätzen und Absicherung durch eine Mindestumsatzgarantie.
- 3) Nutzung der Vertriebsstrukturen von Fujitsu, die einen internationalen Launch des Produktes ermöglichen.

Das erste Produkt dieser Kooperation ist SecDocs, eine Lösung zur beweissichernden Langzeitarchivierung von elektronischen Dokumenten. Hierdurch können Unternehmen wichtige Dokumente rechtskonform und revisionssicher über lange Zeiträume auf beliebigen Datenträgern kostengünstig aufbewahren.

Der internationale Vertrieb wurde bereits in diesem Jahr gestartet. Nach der erfolgreichen Zertifizierung durch das BSI (Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik) Ende September gehen wir davon aus, dass die Erfolgchancen für Fujitsu bei den künftigen Ausschreibungen weiter steigen. Entsprechend gehen wir von einem deutlichen Umsatzanstieg ab 2013 aus. Referenzkunden wie die Unfallkasse Post Telekom (UKPT) verdeutlichen das große Interesse an diesem Produkt.

Smart Metering als wichtiger Teil der Energiewende

Im Zuge der Energiewende plant die Bundesregierung den Anteil Erneuerbarer Energien bis 2020 auf 35% am Strommix auszubauen (80% bis 2050, aktueller Anteil der EE am Strommix in D bei 25%), gleichzeitig soll der Stromverbrauch um 10% gegenüber 2008 reduziert werden. Um diese Ziele zu erreichen, spielen intelligente Stromzähler - sogenannte Smart Meter - eine Schlüsselrolle. Zum einen kann durch eine genaue Verbrauchsanalyse der Stromverbrauch reduziert werden (z.B. Lokalisierung von großen Stromverbrauchern). Zum anderen bilden Smart Meter die Grundlage für intelligente Stromnetze, da sie Aufschluss über den Verbrauch und die fluktuierende, dezentrale Erzeugung von Strom (z.B. durch Solaranlagen oder Mikro-BHKW) an Netzbetreiber und Verbraucher liefern. Nachfolgend sind die Anwendungsfelder sowie die Vorteile von Smart Metern dargestellt:

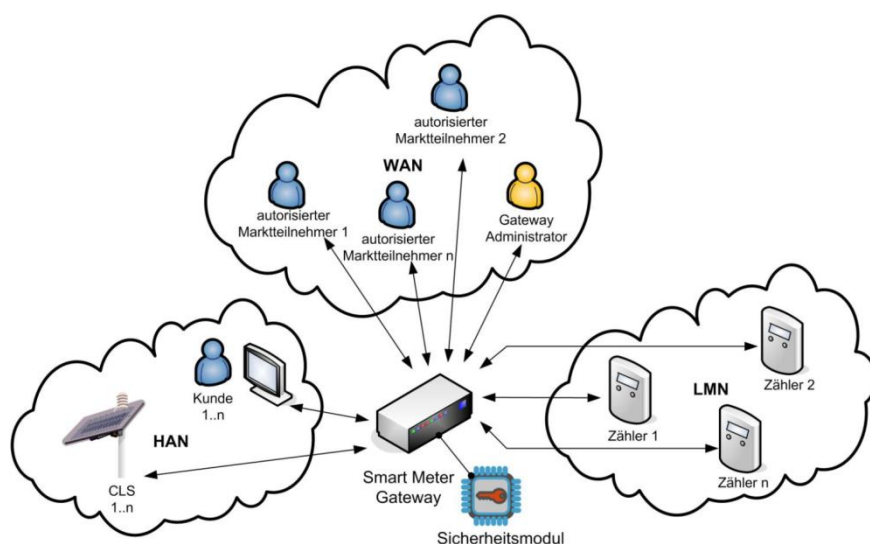


Quelle: Hannes Seidl: Bedeutung von Smart Metering im zukünftigen Energiesystem (DENA)

Seit 2010 ist in Deutschland der Einbau von elektronischen Zählern in Neubauten oder bei umfangreichen Sanierungsmaßnahmen verpflichtend. Diese bisher eingebauten elektronischen Stromzähler sind jedoch laut DENA (Deutsche Energieagentur) kaum für eine „intelligente Kommunikation“ ausgelegt. Ab 2013 sollen daher neue Anforderungen an intelligente Stromzähler gelten, die eine weitreichende Kommunikation zwischen den verschiedenen Parteien erlauben und gleichzeitig Datenschutz und Datensicherheit gewährleisten. Letzteres ist eines der Hauptprobleme intelligenter Stromnetze, da z.B. Hacker Zugriff auf sensible Daten erlangen und diese manipulieren könnten. Der Zugriff muss daher durch entsprechende zertifizierte Sicherheitssoftware geschützt werden (verpflichtender Einsatz solcher Produkte sobald diese zertifiziert sind).

Kooperation mit Power Plus Communications für sichere Smart Meter

Aufgrund der großen Expertise von OpenLimit im Bereich der elektronischen Identitäts- und Signatursoftware ist Power Plus Communications (PPC) eine Kooperation mit dem Unternehmen eingegangen. Ziel ist es, das erste in Deutschland zertifizierte Smart Meter Gateway auf den Markt zu bringen. Dieses ist die zentrale Kommunikationseinheit, die Messdaten elektronischer Zähler vor Ort empfängt (Strom-, Gas- und Wasserzähler), speichert und sie dem Gateway Administrator (Messstellenbetreiber), weiteren autorisierten Marktteilnehmern (Verteilernetzbetreiber, Versorger) sowie dem jeweiligen Verbraucher zur Verfügung stellt. Der Aufbau eines Smart Meter Gateway ist nachfolgend schematisch dargestellt.



Quelle: Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik

Eine wichtige Komponente des Gateway ist das Sicherheitsmodul, welches mittels einer elektronischen Signatur nur autorisierten Nutzern Zugang zu den sensiblen Daten gewährt.

Das Gateway soll gemeinsam entwickelt und vertrieben werden. PPC übernimmt die Entwicklung der Hardware-Komponenten und die Protokollimplementierung. Das Unternehmen ist ein führender Anbieter von Breitband-Powerline-Lösungen, die eine Datenübertragung direkt über das Stromnetz ermöglichen. In zahlreichen Projekten in Europa und dem Mittleren Osten hat PPC diese Technik bereits installiert (z.B. im Rahmen des Projektes E-Energy in Deutschland oder Low Carbon Network Fund in Großbritannien). Zu den Großinvestoren gehören u.a. Siemens und British Gas. OpenLimit ist hingegen für die sicherheitsrelevanten Elemente verantwortlich. Als bisher einziger Anbieter erfüllt das Unternehmen das für das Gateway vom BIS vorgeschriebene Sicherheitsniveau Common Criteria EAL4+, welches einen entscheidenden Vorteil beim Zertifizierungsprozess darstellt.

Der Prozess soll bis Mitte 2013 abgeschlossen sein. Als einer der ersten Anbieter dieser neuen und sicheren Gateways dürften die beiden Unternehmen dann einen klassischen

First Mover Vorteil haben, da die Richtlinie den Einbau von zertifizierten Gateways vorschreibt, sobald diese verfügbar sind. Das Gateway kann dann an übliche elektronische Zähler angeschlossen werden (keine Konkurrenz zu Stromzählerhersteller) und die Daten via Stromnetz transportieren.

Aktuelle Geschäftszahlen durch Neuentwicklungen geprägt

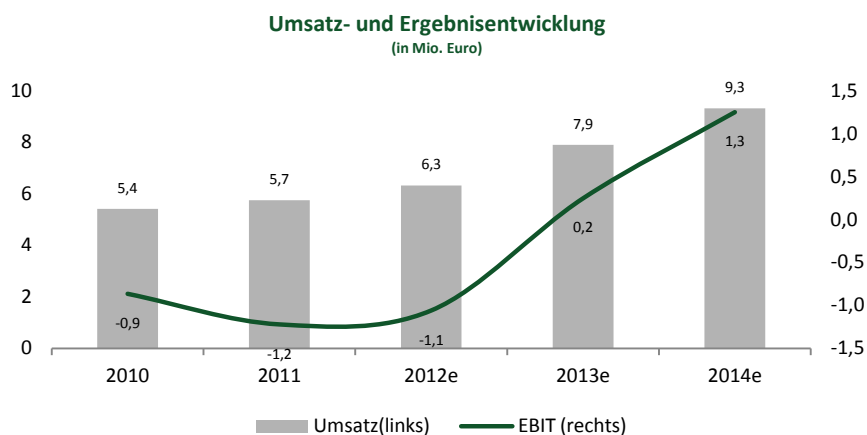
Die am 19.11.2012 veröffentlichten 9M Zahlen waren von einer verstärkten Entwicklungstätigkeit für neue Produkte geprägt (SMG, truedentity, etc.), denen noch keine nennenswerten Umsätzen gegenüber standen. Die Umsatzverbesserung von 17,6% auf 2,8 Mio. Euro resultiert im Wesentlichen aus bestehenden Verträgen wie z.B. Fujitsu SecDocs sowie einem wieder verstärkten Interesse nach den Signaturlösungen von OpenLimit. Der gestiegene Personalaufwand von 4,08 Mio. Euro war vor allem auf höhere Fremdleistungen im Rahmen der Zertifizierung des SMG zurückzuführen (0,84 Mio. Euro). Insgesamt konnte jedoch trotz eines vergleichsweise geringen Wachstums eine Ergebnisverbesserung erzielt werden, was vor allem eine Folge der hohen Kostendisziplin ist. Zudem wurde durch den Abbau des hohen Forderungsbestands die Cash Position gegenüber dem Vorjahr deutlich erhöht. Die wesentlichen Kennzahlen sind nachfolgend dargestellt.

OpenLimit Kennzahlen	Q3 2012	Q3 2011	9M 2012	9M 2011	yoy
Umsatz	0,8	0,6	2,8	2,4	17,6%
Gesamtertrag	1,4	0,9	4,6	4,1	12,9%
EBITDA	-0,4	-0,2	-0,5	-0,9	-40,4%
EBIT	-1,1	-0,8	-2,4	-2,5	-6,7%
EPS	-0,06	-0,02	-0,13	-0,14	-6,0%
Liquide Mittel	1,1	0,2	1,1	0,2	587,5%

Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro

Beim Ausblick für das Gesamtjahr war das Unternehmen jedoch deutlich zurückhaltender als bei der Veröffentlichung der H1 Zahlen. Aufgrund der Verschiebung von Großaufträgen in das nächste Jahr wurde nur noch eine Umsatzverbesserung in Aussicht gestellt, die wohl eher im hohen einstelligen oder niedrigem zweistelligen Bereich liegen dürfte (zuvor solides zweistelliges Umsatzwachstum). Das Break-even Ziel wird vor diesem Hintergrund nicht mehr erreicht.

Wir haben nach einem Gespräch mit dem Vorstand unsere Prognosen ebenfalls reduziert. So rechnen wir in 2012 jetzt mit einem Umsatzplus von 10% auf 6,3 Mio. Euro (zuvor: 6,8 Mio. Euro). Das EBIT dürfte aufgrund der geringeren Umsatzbasis sowie der höheren Fremdleistungen im Zuge der SMG-Zertifizierung bei -1,1 Mio. Euro liegen (zuvor: -0,2 Mio. Euro). Wir gehen daher erst im nächsten Jahr vom Erreichen der Break-even Schwelle aus (auf Gesamtjahresbasis). Die aussichtsreiche Projektpipeline dürfte jedoch in den kommenden Jahren wieder zu einem dynamischen Umsatz- und Ergebniswachstum führen. Die geplante Umsatz- und Ergebnisentwicklung ist nachfolgend dargestellt.



Quellen: Unternehmen, Montega (Prognosen)

Newsflow dürfte sich weiter verbessern

Der Newsflow der letzten Monate war bereits vom Strategiewechsel geprägt. So hat OpenLimit im Juli mit der Zertifizierung des ersten Smart Meter Gateway begonnen. Mit einer erfolgreichen Zertifizierung und dem anschließenden Roll-out rechnen wir jedoch erst Mitte nächsten Jahres. Kurzfristig dürfte der Newsflow vor allem durch die Kooperation mit Fujitsu (SecDocs) sowie dem neu vorgestellten Produkt truedentity bestimmt werden.

- **SecDocs:** OpenLimit hat Ende September die Zertifizierungsurkunde für SecDocs vom BSI erhalten, hierdurch dürfte Fujitsu einen klaren Wettbewerbsvorteil bei den anstehenden Ausschreibungen haben. Die Kooperation mit Fujitsu bei der beweiswerterhaltenden Langzeitarchivierung (SecDocs) dürfte somit im nächsten Jahr voll zum Tragen kommen, so dass die Umsätze über die vereinbarten Umsatzgarantie hinausgehen.
- **truedentity:** Mit truedentity hat OpenLimit eine Technologie zur sicheren Identifizierung von Nutzern im Internet (Cloud, Mobile Geräte, etc.) vorgestellt, die sich speziell an die Bedürfnisse der Privatwirtschaft richtet. Wir gehen davon aus, dass hier in den nächsten Monaten erste Aufträge verzeichnet werden können (Auftragsvolumen dürfte zwischen 200-500 TEuro liegen).

Bewertung

Bei der Bewertung orientieren wir uns an einem DCF-Modell, das u.E. die langfristigen Wachstumsperspektiven von OpenLimit am besten widerspiegelt. Bei einem WACC von 9,56% ermitteln wir ein Fair Value von 1,30 je Aktie. Unberücksichtigt bleibt dabei weiterhin das Aktienoptionsprogramm von OpenLimit. Die 5,6 Mio. ausstehenden Optionen (29% des Grundkapitals) sind teilweise bis 2018 gültig und weisen Ausübungspreise in der Spanne von 0,70 bis 2,50 Euro auf.

Fazit

Wir sehen die verstärkte Ausrichtung von OpenLimit auf die Privatwirtschaft als den richtigen Schritt an. Zwar dürfte das Thema eGovernment langfristig zu einem wichtigen Wachstumsmarkt avancieren und OpenLimit aufgrund der hervorragenden Marktstellung hiervon profitieren, kurzfristig ergeben sich jedoch im Bereich der Privatwirtschaft größere Umsatzpotenziale. Zugleich dürfte sich aufgrund der kürzeren Entscheidungswege bei privaten Unternehmen das Verzögerungsrisiko reduzieren, so dass die Planungssicherheit bei Projekten und somit auch die Visibilität bezogen auf die Umsatzprognosen ansteigt. Wir bestätigen daher unsere Kaufempfehlung für OpenLimit bei einem neuen Kursziel von 1,30 Euro.

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.

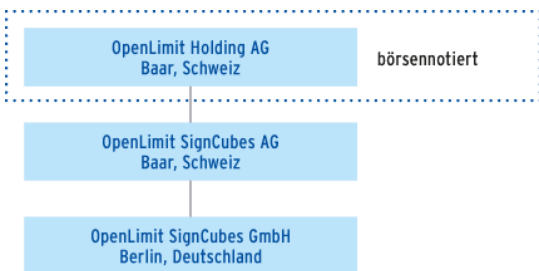
OpenLimit bietet ein modulares System von Software-Komponenten zur Erzeugung und Prüfung qualifizierter und fortgeschrittener Signaturen, zur elektronischen Authentifizierung sowie zur beweisichernden Langzeitarchivierung von digitalen Dokumenten.

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.

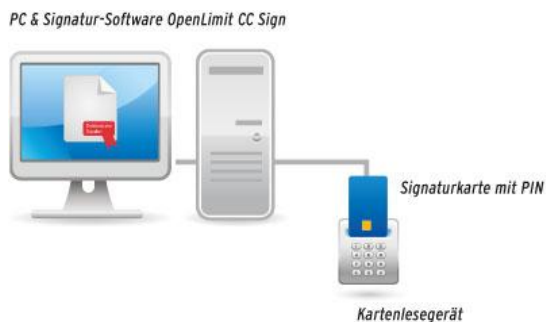
Einzigartige Positionierung im Zukunftsmarkt digitale Signatur

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.



Quelle: OpenLimit Holding AG



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 berechnigte 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.

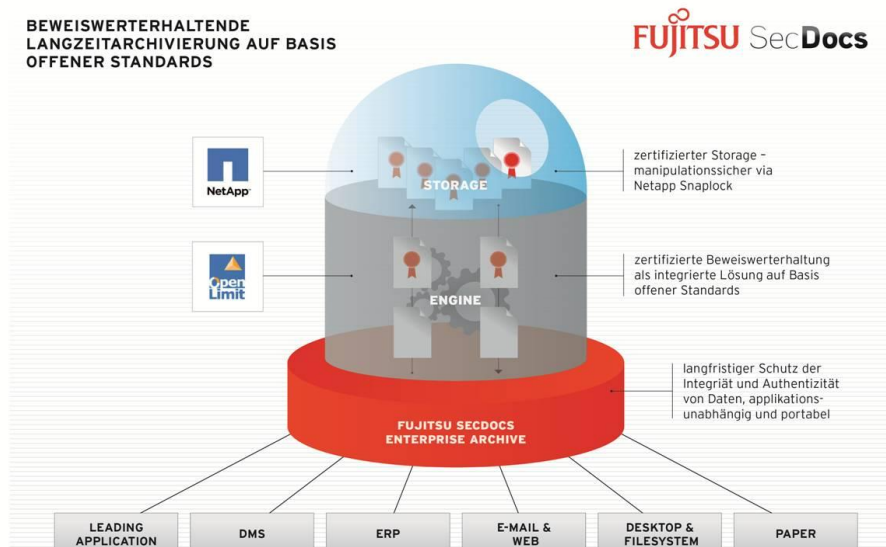
OpenLimit Batch

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 Deutschland 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.

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 Heinrich Dattler mit einem Anteil von 11,13%. Herr Dattler ist Gründer der OpenLimit SignCubes AG und leitete das Unternehmen als CEO und Delegierter des Verwaltungsrats bis Dezember 2008. René Jäggi ist aktuell Präsident und Delegierter des Verwaltungsrates von OpenLimit und hält 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
Umsatz	6,3	7,9	9,3	10,7	11,8	12,7	13,6	14,0
Veränderung	10,0%	25,0%	18,0%	15,0%	10,0%	8,0%	7,0%	2,5%
EBIT	-1,1	0,2	1,3	1,9	2,4	3,1	3,4	3,5
EBIT-Marge	-16,8%	3,1%	13,4%	18,1%	20,0%	24,0%	25,0%	25,0%
NOPAT	-1,1	0,2	1,1	1,6	1,9	2,4	2,7	2,8
Abschreibungen	2,5	2,6	2,5	2,6	2,5	2,3	2,0	1,9
in % vom Umsatz	39,6%	32,5%	27,3%	24,3%	21,0%	18,0%	15,0%	13,4%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	2,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1
- Investitionen	-2,3	-2,4	-2,5	-2,7	-2,7	-2,6	-2,5	-1,9
Investitionsquote	36,4%	30,4%	26,8%	25,2%	23,0%	20,7%	18,6%	13,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,4	0,3	0,9	1,2	1,4	1,9	2,0	2,7
WACC	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Present Value	1,4	0,3	0,7	0,9	1,0	1,2	1,1	19,8
Kumuliert	1,4	1,7	2,4	3,2	4,2	5,4	6,6	26,4

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	26,4
Terminal Value	19,8
Anteil vom Tpv-Wert	75%
Verbindlichkeiten	1,8
Liquide Mittel	0,4
Eigenkapitalwert	25,0

Aktienzahl (Mio.)	19,15
Wert je Aktie (EUR)	1,30

+Upside / -Downside	158%
Aktienkurs (EUR)	0,51

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	4,5%
EBIT-Marge	2012-2017	10,3%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2019	25,0%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,06%	1,04	1,08	1,11	1,14	1,20
9,81%	1,11	1,17	1,20	1,23	1,30
9,56%	1,20	1,27	1,30	1,34	1,43
9,31%	1,31	1,38	1,42	1,47	1,57
9,06%	1,42	1,52	1,57	1,62	1,75

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

WACC	24,50%	24,75%	25,00%	25,25%	25,50%
10,06%	1,09	1,10	1,11	1,12	1,13
9,81%	1,18	1,19	1,20	1,21	1,22
9,56%	1,28	1,29	1,30	1,31	1,33
9,31%	1,34	1,35	1,36	1,37	1,38
9,06%	1,40	1,41	1,42	1,44	1,45

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

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

G&V (in % vom Umsatz) OpenLimit Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	100%	100%	100%	100%	100%
Bestandsveränderungen	0%	0%	0%	0%	0%
Aktiviere Eigenleistungen	46%	40%	39%	32%	26%
Gesamtleistung	146%	140%	139%	132%	126%
Materialaufwand	2%	3%	2%	2%	3%
Rohertrag	144%	137%	137%	130%	123%
Personalaufwendungen	98%	93%	87%	71%	61%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	29%	28%	27%	23%	21%
Sonstige betriebliche Erträge	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	17%	17%	23%	36%	41%
Abschreibungen auf Sachanlagen	33%	1%	2%	2%	1%
EBITA	-16%	15%	21%	34%	39%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0%	37%	38%	31%	26%
EBIT	-16%	-21%	-17%	3%	13%
Finanzergebnis	-14%	-2%	-2%	-1%	0%
EBT	-30%	-23%	-18%	2%	13%
EE-Steuern	1%	-4%	1%	0%	2%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-31%	-20%	-19%	2%	11%
Anteile Dritter	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss	-31%	-20%	-19%	2%	11%

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

Bilanz (in Mio. EUR) OpenLimit Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,2	4,8	4,5	4,2	4,1
Sachanlagen	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	4,3	4,9	4,7	4,5	4,5
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,3	7,0	5,2	5,8	6,5
Liquide Mittel	0,6	0,4	1,7	0,4	1,3
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	4,9	7,4	6,9	6,2	7,8
Bilanzsumme	9,2	12,3	11,6	10,7	12,2
PASSIVA					
Eigenkapital	8,3	8,9	7,7	7,8	8,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	1,5	1,5	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,7	1,6	2,0	2,5	2,9
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten	0,9	3,4	3,9	2,9	3,4
Bilanzsumme	9,2	12,3	11,6	10,7	12,2

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) OpenLimit Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	45,3%	38,8%	38,5%	39,5%	33,6%
Sachanlagen	1,8%	1,1%	2,0%	2,9%	3,2%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	47,1%	39,8%	40,5%	42,4%	36,8%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	46,5%	57,3%	44,8%	54,2%	53,3%
Liquide Mittel	6,9%	3,2%	14,3%	3,8%	10,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umlaufvermögen	53,4%	60,5%	59,1%	58,0%	63,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	90,4%	72,5%	66,4%	73,1%	72,8%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	2,4%	2,8%	3,0%	3,7%	3,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	12,2%	12,9%	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%	33,3%	27,2%	27,5%
Verbindlichkeiten	10,1%	27,9%	33,3%	27,2%	27,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

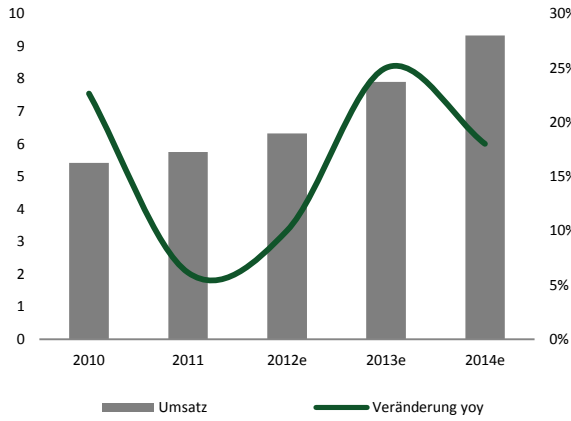
Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) OpenLimit Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,7	-1,1	-1,2	0,1	1,1
Abschreibung Anlagevermögen	1,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	2,1	2,4	2,4	2,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,4	0,0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

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

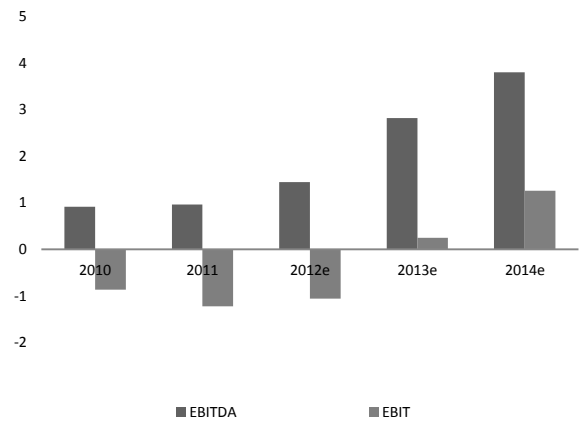
Kennzahlen OpenLimit Holding AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Ertragsmargen					
Rohertragsmarge (%)	143,8%	137,2%	136,7%	129,6%	122,7%
EBITDA-Marge (%)	16,8%	16,7%	22,8%	35,6%	40,7%
EBIT-Marge (%)	-16,0%	-21,3%	-16,8%	3,1%	13,4%
EBT-Marge (%)	-29,8%	-23,4%	-18,4%	1,9%	13,4%
Netto-Umsatzrendite (%)	-30,8%	-19,7%	-19,2%	1,6%	11,4%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	-11%	-13%	-12%	3%	16%
ROE (%)	-19%	-14%	-14%	2%	14%
ROA (%)	-18%	-9%	-10%	1%	9%
Solvenz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-0,4	1,4	0,2	0,0	-0,8
Net Debt / EBITDA	-0,5	1,5	0,1	0,0	-0,2
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-1,2	-2,5	1,3	0,2	0,9
Capex / Umsatz (%)	48%	41%	36%	30%	27%
Working Capital / Umsatz (%)	75%	79%	69%	41%	37%
Bewertung					
EV/Umsatz	1,9	1,8	1,6	1,3	1,1
EV/EBITDA	11,4	10,8	7,2	3,7	2,7
EV/EBIT	-	-	-	42,2	8,3
EV/FCF	-	-	8,2	42,7	12,1
KGV	-	-	-	50,5	8,4
P/B	1,2	1,1	1,3	1,2	1,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

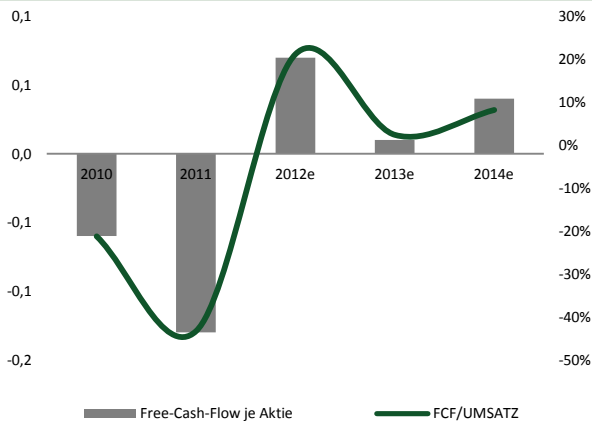
Umsatzentwicklung



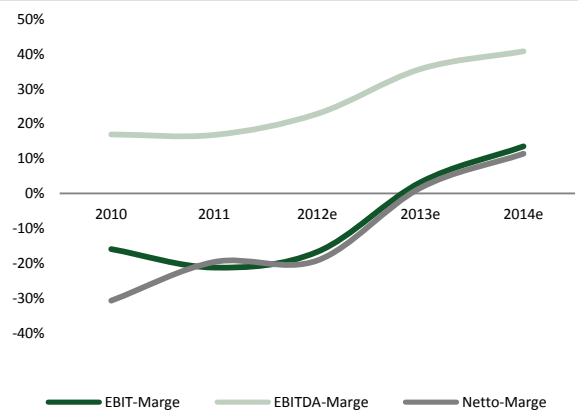
Ergebnisentwicklung



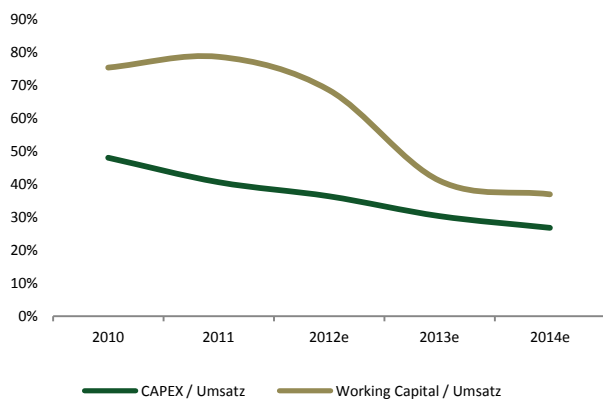
Free-Cash-Flow Entwicklung



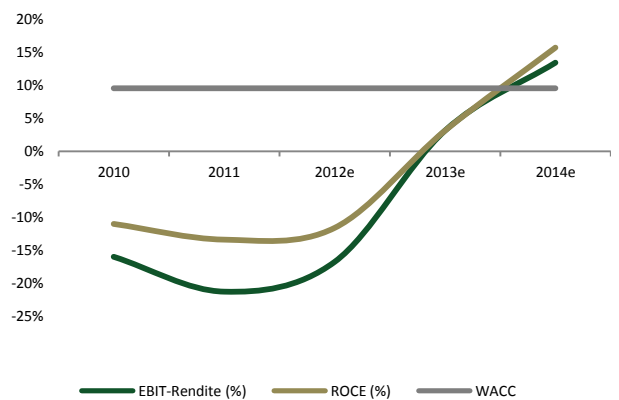
Margenentwicklung



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: 21.11.2012):

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: 21.11.2012):

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
Lurgiallee 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	06.09.2010	1,44	2,50	74%
Kaufen	29.11.2010	2,45	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%
Kaufen	21.11.2012	0,51	1,30	157%