

09. Juli 2015
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

PRO DV AG

Neues Wachstumspotenzial schafft
Spielraum für Höherbewertung

Urteil: **Buy** (Ersteinschätzung) | Kurs: **0,73 Euro** | Kursziel: **1,15 Euro**

Analyst: Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

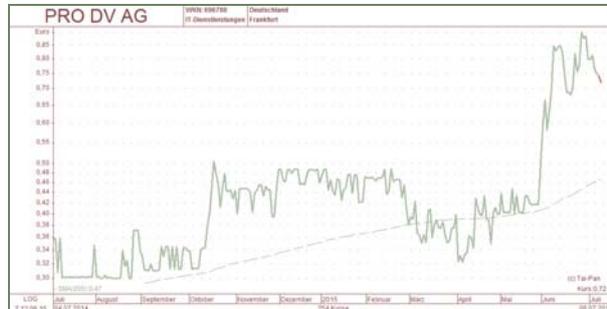
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Snapshot..... | 3 |
| Executive Summary | 4 |
| SWOT-Analyse | 5 |
| Profil | 6 |
| Markt und Strategie..... | 8 |
| Zahlen | 10 |
| Equity-Story | 12 |
| DCF-Bewertung..... | 14 |
| Fazit | 16 |
| Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose | 17 |
| Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen..... | 18 |
| Impressum & Disclaimer..... | 19 |

Snapshot



Stammdaten

| | |
|--------------------------------|----------------------|
| Sitz: | Dortmund |
| Branche: | IT-Services/Software |
| Mitarbeiter: | 24 |
| Rechnungslegung: | HGB |
| ISIN: | DE0006967805 |
| Kurs: | 0,73 Euro |
| Marktsegment: | M:access |
| Aktienzahl: | 4,30 Mio. Stück |
| Market Cap: | 3,1 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 3,0 Mio. Euro |
| Free-Float: | 43,4 % |
| Kurs Hoch/Tief (12 M): | 0,95 / 0,30 Euro |
| Ø Umsatz (Xetra, 12 M): | 4,9 Tsd. Euro |

Kurzportrait

Als Spezialist für den Bevölkerungsschutz und für das Krisenmanagement bewegt sich PRO DV in einem Nischenmarkt, in dem das Unternehmen in Deutschland eine führende Rolle spielt. Dies gilt insbesondere für die Funktion als Softwarelieferant der mit dem Bevölkerungsschutz betrauten Bundes- und Landesbehörden. Doch aussichtsreicher als dieses renommierte Geschäft sind die Aktivitäten im Consulting-Bereich, in dem sich PRO DV als Experte für das Business Continuity Management (BCM) positionieren konnte, sowie der Markt für Krisenmanagementsoftware für Landkreise, Feuerwehren und Hilfsorganisationen, der noch erhebliche Abdeckungslücken aufweist und den sich PRO DV im letzten Jahr durch den Zukauf eines führenden Produkts erschließen konnte.

Damit verfügen die Dortmunder aktuell über zwei mögliche Wachstumstreiber und damit über gute Chancen, die hohe Expansionsdynamik des letzten Geschäftsjahres und des ersten Quartals fortzusetzen und auf dieser Weise auch ein überdurchschnittliches Ergebniswachstum zu erzielen.

| GJ-Ende: 31.12. | 2012 | 2013 | 2014 | 2015e | 2016e | 2017e |
|--------------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 2,84 | 2,44 | 3,02 | 3,48 | 4,00 | 4,40 |
| EBIT (Mio. Euro) | 0,07 | 0,02 | 0,11 | 0,16 | 0,26 | 0,31 |
| Jahresüberschuss | 0,04 | 0,01 | 0,11 | 0,16 | 0,26 | 0,32 |
| EpS | 0,01 | 0,00 | 0,02 | 0,04 | 0,06 | 0,07 |
| Dividende je Aktie | - | - | - | - | - | - |
| Umsatzwachstum | -9,6% | -13,9% | 23,8% | 15,0% | 15,0% | 10,0% |
| Gewinnwachstum | 21,2% | -76,6% | 949,0% | 49,9% | 63,5% | 20,2% |
| KUV | 1,11 | 1,29 | 1,04 | 0,90 | 0,79 | 0,71 |
| KGV | 72,1 | 308,4 | 29,4 | 19,6 | 12,0 | 10,0 |
| KCF | 23,3 | 33,4 | 22,0 | 16,2 | 10,6 | 9,0 |
| EV / EBIT | 42,9 | 140,5 | 26,7 | 18,9 | 11,6 | 9,7 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Executive Summary

- **Spezialist für Bevölkerungsschutz und Krisenmanagement:** Als Softwarehaus und Beratungsanbieter hat sich PRO DV auf den Bereich Bevölkerungsschutz und Krisenmanagement spezialisiert und als ein in Deutschland führender Anbieter etabliert. Das Unternehmen bietet zu dem Thema ein breites Sortiment an Softwareprodukten zur Strukturierung und Steuerung der Krisenabwehr sowie umfassende Beratungsleistungen, um die Krisenresistenz von Geschäftsprozessen zu erhöhen.
- **Starke Marktstellung als Partner des Bundes:** Eine besonders starke Marktstellung besitzt PRO DV im Bereich des Bevölkerungsschutzes, in dem die Dortmunder als Partner des Bundes und der Länder für die Entwicklung und Pflege des Notfallvorsorge-Informationssystems fungieren. Auch die vom Bund und den Ländern eingesetzte Software für die Planung, Vorbereitung, Durchführung und Auswertung des Krisenmanagements stammt von PRO DV, die dazu ergänzend auch umfangreiche Dienstleistungen offerieren.
- **Positive Ergebnisse bei stagnierendem Umsatz:** Das Geschäft mit dem Bund und den Ländern ist stabil, bietet aber wenig Wachstumspotenzial. Aufgrund dessen hat sich der Umsatz in den letzten vier Jahren per Saldo seitwärts entwickelt, PRO DV konnte aber trotzdem seit 2011 durchgehend positive Ergebnisse und operative Cashflow-Überschüsse erwirtschaften.
- **Wachsendes Consulting-Geschäft:** Der fehlenden Wachstumsperspektive im Kerngeschäft weicht PRO DV durch den Ausbau des Dienstleistungsangebots rund um Krisenübungen aus, vor allem aber durch die stärkere Fokussierung auf Unternehmenskunden. Diesen bieten die Dortmunder umfangreiche Consulting-Leistungen, deren thematischer Schwerpunkt das Business Continuity Management, also die Krisenfestigkeit zentraler Geschäftsprozesse, ist. Mit dieser Aufstellung konnte die Consulting-Sparte im letzten Geschäftsjahr ein Umsatzwachstum von 45 Prozent verzeichnen.
- **Potenzialträchtige Erweiterung des Produktsortiments:** Weiteres Wachstumspotenzial hat sich PRO DV mit dem letztjährigen Kauf einer Softwarelösung zur Organisation der Arbeit von Krisenstäben und Einsatzleitungen erschlossen, mit dem das Unternehmen nun auch die kommunale Ebene sowie Feuerwehren und Hilfsorganisationen adressieren kann.
- **Chance auf Wachstum:** Mit der neuen Software, die nach umfangreichen Modernisierungsarbeiten seit diesem Jahr vertrieben wird, und dem dynamischen Consulting-Geschäft verfügt PRO DV nun über zwei aussichtsreiche potenzielle Wachstumstreiber. Kann damit dauerhaft ein signifikantes Umsatzwachstum erreicht werden, dürfte sich die Gewinnsituation überproportional verbessern.
- **Aktie mit hohem Potenzial:** Auf Basis dieser Erwartung resultiert aus unserem DCF-Modell ein fairer Wert, der mit 1,15 Euro je Aktie trotz des jüngsten Kurssprungs ein weiteres Kurspotenzial von rund 55 Prozent signalisiert.

SWOT-Analyse

Stärken

- Langjährige Präsenz in den adressierten Märkten und eine etablierte Marktposition mit einem großen Kundenstamm.
- Gefestigte Marktstellung als Softwarelieferant des Bundes und der Länder sorgt für hohes Renommee.
- Ein umfangreiches Software- und Dienstleistungsportfolio zum Thema Bevölkerungsschutz und Krisenmanagement ermöglicht ein Angebot aus einer Hand.
- Ausgeprägte geschäftliche und personelle Kontinuität, Gründer sowohl im Unternehmen als auch im Aktionärskreis vertreten.
- Seit der dreimonatigen Insolvenz im Jahr 2010 wurden durchgehend positive Ergebnisse und operative Cashflow-Überschüsse erwirtschaftet.

Chancen

- Die zunehmende Häufung von Krisen und Bedrohungen (wetterbedingt, Terrorismus, Cyber-Kriminalität und -spionage) sorgen für eine Sensibilisierung potenzieller Kunden für die Themen Bevölkerungsschutz, Krisenmanagement und BCM.
- Das gemeldete große Interesse potenzieller Kunden lässt auf einen breiten Markterfolg von TecBOS.Command hoffen.
- Das Consulting-Geschäft mit Unternehmenskunden entwickelt sich dynamisch, mit zusätzlichen Mitarbeitern werden die Grundlagen für eine Fortsetzung des Wachstumskurses gelegt.
- Das Umsatzwachstum sollte mit einem überproportionalen Gewinnanstieg einhergehen.
- Unser DCF-Modell signalisiert auf Basis des unterstellten Szenarios ein hohes Kurspotenzial für die PRO DV-Aktie.

Schwächen

- In den letzten Jahren fehlende Umsatzdynamik.
- Geringe Unternehmensgröße bedingt eine Abhängigkeit von Einzelpersonen und eine vergleichsweise hohe Belastung mit Overhead-Kosten.
- Projektgetriebenes Consulting-Geschäft dominiert die Umsatzstruktur.
- Geringes Expansionspotenzial im Kerngeschäft mit Kunden auf Bundes- und Landesebene.
- Die adressierten Märkte bieten kaum Internationalisierungspotenzial.
- Schmale Eigenkapitalbasis bietet nur wenig Puffer gegen unerwartete Rückschläge.
- Der Markterfolg von TecBOS.Command ist noch unsicher.

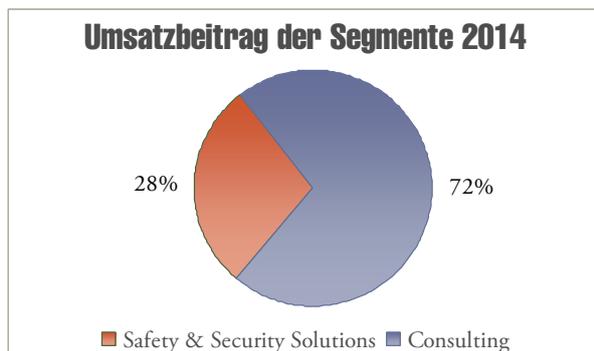
Risiken

- Ein – derzeit allerdings als sehr unwahrscheinlich einzustufender – Lieferantenwechsel durch die Bundes- und Landesbehörden würde das Kerngeschäft massiv beschädigen.
- Projektabhängigkeit und hohe Personalintensität bedingen das Risiko größerer Auslastungsprobleme.
- Fehlkalkulierte oder fehlgeschlagene Projekte können sich in deutlich negativen Ergebnisbeiträgen niederschlagen.
- Der Verlust von mehreren Mitarbeitern (z.B. Abwerbung durch Konkurrenten) könnte gravierende negative Auswirkungen auf die Geschäftslage und auf die Marktposition haben.
- Gerade für das kleine Unternehmen kann der Fachkräftemangel zu einer deutlichen Belastung werden.

Profil

Systemhaus mit langer Historie

Bei der Dortmunder PRO DV AG handelt es sich um ein Software- und Beratungsunternehmen, das sich seit mehr als 30 Jahren auf die Themen Bevölkerungsschutz und Krisenmanagement spezialisiert hat. Das Unternehmen hat derzeit 24 Mitarbeiter und wird von einem zweiköpfigen Vorstand unter dem Vorsitz des (Mit-) Gründers Klaus Bullmann geführt. Der Hauptsitz ist Dortmund, daneben ist PRO DV über seine Consulting-Tochter in Nürnberg präsent. Die Aktie ist bereits seit dem Jahr 2000 börsennotiert, nach einer zwischenzeitlich turbulenten Entwicklung, die im Jahr 2010 in einer dreimonatigen Insolvenz gipfelte, wird sie aus Kostengründen nur noch im Freiverkehr bzw. im M:access-Segment der Münchener Börse gehandelt.



Quelle: Unternehmen

Software für Bund und Länder

PRO DV unterteilt seine Geschäftstätigkeit in zwei Segmente, namentlich Safety & Security Solutions und Consulting. Obwohl die letztgenannte Sparte die deutlich größere ist, ist das kleinere Segment, in dessen Kern die Dortmunder als Softwareanbieter für den Bevölkerungsschutz auf Bundes- und Landesebene fungieren, prägend für die äußere Wahrnehmung des Unternehmens. PRO DV ist für die Entwicklung und Wartung des deutschen Notfallvorsorge-Informationssystems deNIS II^{plus} verantwortlich, mit dem das Informations- und Ressourcenmanagement des Bundesamtes für Bevölkerungs-

schutz und Katastrophenhilfe (BBK) sowie weiterer Bundes- und Landesbehörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben (BOS) miteinander vernetzt wird. Das System ermöglicht im Krisenfall eine ebenübergreifende schnelle und einheitliche Informationssammlung, einen systematischen und standardisierten Daten- und Dokumentenaustausch sowie eine koordinierte Entscheidungsunterstützung. Ein weiteres Produkt für dieselbe Zielgruppe ist deNIS^{USA}, mit dessen Hilfe Krisenmanagementübungen geplant, vorbereitet, durchgeführt und ausgewertet werden.

Krisenmanagement für Unternehmen

Die Expertise aus dem Geschäft mit den Behörden nutzt PRO DV auch für eine zweite Produktgruppe, die unter dem Namen SaSIS (die Abkürzung steht für Safety & Security Information System) als Lösung für das Krisenmanagement an Unternehmen und insbesondere an die Betreiber von kritischen Infrastrukturen wie der Energie-, Telekommunikations- oder Wassernetze vertrieben wird. Die Software enthält u.a. Module für die Risikoanalyse, für die Kommunikation des Krisenstabes sowie für ein fälschungssicheres Einsatztagebuch. Einen wichtigen Stellenwert nimmt hierbei auch die Lösung für die Vorbereitung und Durchführung von Krisenübungen ein.

Produktportfolio abgerundet

Seit dem letzten Jahr wird das Produktspektrum schließlich durch TecBOS.Command vervollständigt, ein Stabs- und Führungssystem zur Unterstützung der Arbeit von Einsatzleitungen und Stäben. Mit dem Produkt, das PRO DV inkl. des deutschen Kundenstamms von rund 100 Adressen im Frühjahr 2014 von dem Hersteller von Sicherheitsausrüstung MSA AUER erworben hat, können Hilfsorganisationen, Feuerwehren, Landkreise und die Industrie die

Arbeit von Krisenstäben planen, organisieren und dokumentieren.

Umfangreiches Dienstleistungsangebot

Das Softwareangebot komplettiert PRO DV mit umfangreichen Dienstleistungen, die weit über die typischen softwarenahen Services wie Wartung oder Schulung hinausgehen. Insbesondere sind die Dortmunder als Partner für die Planung und Durchführung von Krisenübungen aktiv, darüber hinaus helfen sie ihren Kunden bei der Analyse und der Verbesserung von deren Krisenmanagementsystemen sowie leisten Unterstützung bei der Gefährdungsanalyse und Risikoabschätzung.

Große Consulting-Sparte

Die letztgenannten Dienstleistungen weisen Überschneidungen zum Aufgabengebiet der Consulting-Sparte auf, die von der hundertprozentigen Nürnberger Tochter PRO DV Consulting GmbH verantwortet wird und die im letzten Geschäftsjahr fast drei Viertel der gesamten Erlöse erwirtschaftet hat. PRO DV verfügt in diesem Bereich über jahrzehntelange Erfahrung als Experte für die Analyse und Optimierung von Geschäftsprozessen und hat sich vor allem in den Branchen Energie, Öffentliche Verwaltung, Telekommunikation sowie Transport & Logistik ein gutes Standing erarbeitet. Das Leistungsspektrum umfasst die Bereiche Business-Analyse, Architektur-Beratung und Projektmanagement, thematisch legt PRO DV auch hier einen Schwerpunkt auf die Bereiche Sicherheit und das Handling von Risi-

ken. Dazu gehört beispielsweise Beratung rund um das Thema Business Continuity Management (BCM), in deren Rahmen PRO DV dem Kunden hilft, geschäftskritische Prozesse zu identifizieren, einer eingehenden Risikoanalyse zu unterziehen und auf dieser Basis Maßnahmen zur Reduktion der Wahrscheinlichkeit von Störungen und / oder zur Minimierung der Auswirkungen eventueller Störfälle zu erarbeiten und umzusetzen.

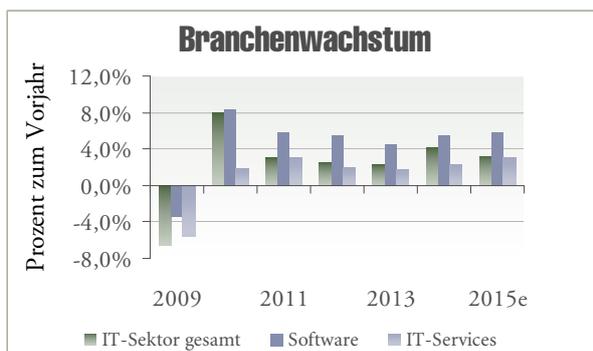
Identity Management

Ein wichtiger Aspekt solcher Beratungen kann z.B. das Identity Management sein, also das sichere und effiziente Handling von Zugriffsrechten von internen und externen Personen auf wichtige Applikationen im Unternehmen. Ein besonders sensibler Bestandteil dieser Problematik ist der Umgang mit privilegierten Systemzugängen (Administrator), der trotz des im Missbrauchfall großen Schadenspotenzials oft noch sehr unsystematisch gehandhabt wird. Bei diesem Thema, das aufgrund der jüngeren Datendiebstahlskandale zuletzt stärker in den Fokus der Unternehmen gerückt ist, agiert PRO DV als ein Systemhaus-Partner von CyberArk, dessen Software zur Abwehr von gezielten Cyber-Attacken nach eigenen Angaben von fast der Hälfte der Fortune-100-Unternehmen eingesetzt wird. Mit dieser Lösung können die Passwörter privilegierter Konten wirksam und sicher administriert und die Zugriffe überwacht werden.

Markt und Strategie

Überdurchschnittliche Dynamik

Als Softwareanbieter gehört PRO DV einem der wachstumsstärksten Sektoren der deutschen Volkswirtschaft an. So konnte die Branche seit dem Krisenjahr 2009 mit Zuwachsraten von bis zu 8,4 Prozent aufwarten, letztes Jahr erhöhte sich der Umsatz um 5,5 Prozent auf 19,1 Mrd. Euro (Quelle: BITKOM). Für das laufende Jahr erwartet der Branchenverband BITKOM erneut eine zunehmende Dynamik und ein Wachstum um 5,8 Prozent auf 20,2 Mrd. Euro. Auch die Entwicklung der IT-Dienstleistungsunternehmen ist im gesamtwirtschaftlichen Kontext überdurchschnittlich dynamisch. So erhöhten sich die Umsätze mit IT-Services im letzten Jahr um 2,3 Prozent auf 36,2 Mrd. Euro und wuchsen damit deutlich dynamischer als das BIP (+1,6 Prozent). Im Hinblick auf das laufende Jahr geht BITKOM (deren Prognosen sich allerdings oft als zu optimistisch erweisen) auch für den IT-Dienstleistungssektor von einer steigenden Dynamik aus und prognostiziert ein dreiprozentiges Umsatzwachstum auf 37,3 Mrd. Euro.

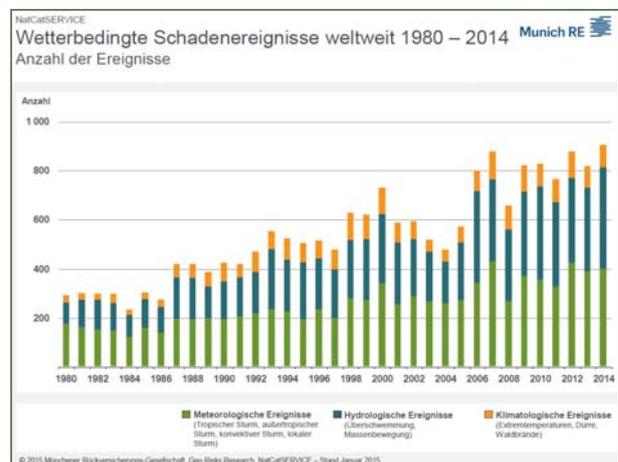


Quelle: BITKOM

Wachsende Krisenhäufigkeit

Für die Geschäftsentwicklung von PRO DV ist allerdings weniger die Verfassung des Software- bzw. IT-Sektors von entscheidender Bedeutung, sondern der Bedarf an Systemen zur Krisenabwehr bzw. zum Krisenmanagement. Die Krisen können dabei verschiedenen Ursprung haben, die prominentesten

Szenarien sind dabei sicherlich terroristische Bedrohungen und noch viel mehr wetterbedingte Krisen. Und gerade hinsichtlich der letztgenannten ist in den letzten Jahrzehnten weltweit ein objektiv deutlicher Aufwärtstrend zu beobachten, nach Erhebungen des Rückversicherers Münchener Rück hat sich die Anzahl der wetterbedingten Schadensereignisse seit 1980 rund verdreifacht.



Quelle: Münchener Rück

...und wachsende Cyber-Gefahren

Nicht weniger wichtig als die Zunahme der krisenverursachenden Wetterphänomene ist die fortschreitende Vernetzung und Digitalisierung der Wirtschaft und des täglichen Lebens, die zwar enorme Vorteile bringt, aber eben auch mit beträchtlichen und steigenden Gefahren verbunden ist. Dazu gehören Funktionsausfälle der IT-Infrastruktur ebenso wie alle Formen von Cyberkriminalität, -spionage und -terrorismus. Mit Hinweis auf die stetige Weiterentwicklung und Professionalisierung der Angreifer und ihrer Angriffsmethoden spricht das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik von einer kritischen Lage der IT-Sicherheit in Deutschland.

Begrenztes Potenzial mit staatlichen Kunden

Aus diesen „Wachstumstendenzen“ lässt sich allerdings kein automatisches Wachstumspotenzial für das angestammte Kerngeschäft von PRO DV ableiten. Die Begründung ist denkbar einfach: Die wichtigsten Kunden auf der Bundes- und Landesebene setzen bereits die beiden Lösungen deNIS II^{plus} und deNIS^{USA} ein, der Bedarf für neue Softwarelösungen hält sich daher in Grenzen. PRO DV verfügt in diesem Bereich daher über ein stabiles Grundgeschäft im Zusammenhang mit der Wartung und der kontinuierlichen Fortentwicklung der Systeme und nimmt auch regelmäßig an Forschungsprojekten zum Thema Verbesserung des Bevölkerungsschutzes teil, doch ein Wachstumsszenario ist in diesem Geschäftsfeld nicht zu erwarten. Dies umso mehr, als aufgrund von Sicherheitsbedenken und nationalen Befindlichkeiten auch der Internationalisierung dieses Geschäfts sehr enge Grenzen gesetzt sind, in der Regel setzt jedes Land auf seine eigene Lösung.

Wachstumspotenzial mit TecBOS.Command

Einen deutlich größeren Markt adressieren die Dortmunder hingegen mit der letztes Jahr erworbenen Lösung TecBOS.Command. Das Produkt richtet sich an einen breiten Kreis möglicher Nutzer aus Hilfsorganisationen, Feuerwehren, Landkreisen und der Industrie, die damit die Arbeit von Krisenstäben planen, organisieren und dokumentieren können. Dementsprechend geringer ist auch der bisher erreichte Sättigungsgrad. So verfügen von den deutschen Landkreisen und kreisfreien Städten (etwa 400) nach Einschätzung von PRO DV lediglich rund 20 Prozent über ein softwaregestütztes System zur Unterstützung der Arbeit von Krisenstäben. Um dieses Potenzial zu erschließen, haben die Dortmunder nach der Übernahme erhebliche Investitionen in die Modernisierung und Verbesserung der Software vorgenommen, die sich allein im vierten Quartal 2014 nach Unternehmensangaben auf rund vier Mannjahre belaufen haben. Da das Produkt beim Vorbesitzer keinen strategischen Stellenwert gehabt hatte, wurde es weder zielgerichtet gepflegt noch systematisch fortentwickelt. Im Rahmen der Modernisierung wurden von PRO DV zahlreiche Fehlfunktionen (bugs) beseitigt, die Stabilität und die Ge-

schwindigkeit der Software deutlich erhöht und die Ressourcenbeanspruchung reduziert. Gleichzeitig hat PRO DV eine Nutzerplattform etabliert, um auf diese Weise Kundenfeedback systematisch zu generieren und in weitere Anpassungen einfließen zu lassen.

Hohes Kundeninteresse

Seitdem das neue Release im Januar veröffentlicht wurde (das nächste Update ist bereits für das dritte Quartal geplant), verzeichnet PRO DV nach eigener Aussage ein reges und zunehmendes Interesse potenzieller Nutzer. Einen wichtigen Schub erhofft sich das Unternehmen dabei vom Nachmessegeschäft der im Juni besuchten INTERSCHUTZ 2015 in Hannover. Auf der Weltleitmesse für Brand- und Katastrophenschutz, Rettung und Sicherheit, die den Rekord von 157 Tsd. Fachbesuchern verzeichnete, waren die Dortmunder mit einem eigenen Stand präsent, darüber hinaus wurde TecBOS.Command von einer Feuerwehr im Einsatz vorgeführt. PRO DV konnte nach eigener Aussage bereits auf der Messe mehrere Lizenz- und Wartungsverträge abschließen, vor allem wurden aber zahlreiche Anfragen generiert und Angebote an Interessenten erstellt.

Consulting-Geschäft im Aufschwung

Während TecBOS.Command im Produktgeschäft für Wachstumspotenzial sorgt, verzeichnet PRO DV seit dem letzten Jahr auch im Consulting-Segment eine zunehmende Nachfragedynamik. Das Unternehmen führt dies auf die Kombination der zunehmenden Digitalisierung von Geschäftsprozessen einerseits und die große Fülle an prominenten IT-Schadensfällen andererseits zurück, wodurch die Sensibilität für das Sicherheitsthema und für den Umgang mit Krisenszenarien deutlich zunimmt. Dies gilt sowohl für Dienstleistungen rund um die Lösungsfamilie SASIS (z.B. die Begleitung von Krisenübungen) als auch unabhängig von der Software für Beratungsleistungen im Bereich des Business Continuity Managements und des Identity Managements. Um dieses Wachstumspotenzial zu stärken, will PRO DV in diesem Bereich zusätzliche Personalkapazitäten aufbauen (im bisherigen Jahresverlauf wurden bereits drei weitere Berater eingestellt) und das Profil noch weiter auf die genannten Themen schärfen.

Zahlen

Seit Neustart profitabel

Seit der dreimonatigen Insolvenz im Jahresverlauf 2010, in die das Unternehmen in Folge mehrerer fehlgeschlagener Festpreisprojekte und zu ehrgeiziger Entwicklungsaktivitäten hineingeraten war, konnte PRO DV bei schwankenden, aber bisher in Summe stagnierenden Umsätzen durchgehend profitabel arbeiten und mit einer Ausnahme auch einen positiven Free-Cashflow erwirtschaften. Der Umsatz bewegte sich dabei zwischen 2,4 Mio. Euro im Jahr 2013 und 3,1 Mio. Euro im Jahr 2011, die EBIT-Marge lag zwischen 0,9 Prozent (2013) und 3,6 Prozent im letzten Jahr. Bei sehr geringen zinstragenden Verbindlichkeiten und aufgrund des noch verfügbaren bilanziellen Verlustvortrags von 4,2 Mio. Euro ist das Nettoergebnis nahezu identisch mit dem EBIT.



Quelle: Unternehmen

Hohe Kostenflexibilität

Den Erfolg, auch in den umsatzschwächeren Jahren profitabel geblieben zu sein, verdankt PRO DV einem strikten Sparkurs sowie der stark erfolgsorientierten Ausgestaltung der Arbeitsverträge. Dadurch

schwankt der Personalaufwand im Gleichklang mit der Auslastung der Berater, der Anteil der fixen Gehaltsbestandteile ist vergleichsweise niedrig. Auf diese Weise konnte beispielsweise im Jahr 2013, in dem das Consulting-Segment aufgrund zweier kurzfristig abgesagter Projekte einen deutlichen Umsatzeinbruch verzeichnet hatte, der durchschnittliche Personalaufwand je Mitarbeiter von 93,1 auf 84,3 Tsd. Euro reduziert und so das positive Ergebnis verteidigt werden, ohne den Personalstamm, die wichtigste Ressource des Unternehmens, reduzieren zu müssen. In dem deutlich umsatzstärkeren Jahr 2014 erholte sich der Umsatz pro Mitarbeiter wieder von 111 Tsd. Euro auf 144 Tsd. Euro, im gleichen Zug legte aber auch der durchschnittliche Personalaufwand wieder auf 102 Tsd. Euro zu.



Quelle: Unternehmen; eigene Berechnungen

Deutliche Verbesserung in 2014

Trotz der hohen Erfolgsprämien konnte PRO DV den letztjährigen Umsatzanstieg in ein deutlich verbessertes Ergebnis ummünzen. Bei einem Erlöszuwachs von 23,8 Prozent auf 3,0 Mio. Euro wuchsen EBITDA und EBIT mit deutlich dreistelligen Raten (von einer sehr niedrigen Basis aus), der Jahresüberschuss hat sich auf 0,1 Mio. Euro nahezu verzehnfacht. Den Gewinnsprung verdankt PRO DV neben dem Umsatzwachstum dem unterproportionalen Anstieg der wichtigsten Aufwandsarten. Während sich der Personalaufwand aufgrund der Erfolgskomponenten um 15,7 Prozent auf 2,1 Mio. Euro erhöhte,

legten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lediglich um 5 Prozent auf 0,57 Mio. Euro zu. Einen deutlich überproportionalen Anstieg wies hingegen der Materialaufwand auf, der sich aufgrund des verstärkten Rückgriffs auf externe Berater um 43 Prozent auf 0,68 Mio. Euro erhöhte.

| Geschäftszahlen | GJ 2013 | GJ 2014 | Änderung |
|-------------------------|---------|---------|----------|
| Umsatz | 2,44 | 3,02 | +23,8% |
| EBITDA | 0,03 | 0,13 | +313,5% |
| <i>EBITDA-Marge</i> | 1,3% | 4,2% | |
| EBIT | 0,02 | 0,11 | +425,8% |
| <i>EBIT-Marge</i> | 0,9% | 3,8% | |
| Vorsteuerergebnis | 0,01 | 0,11 | +844,9% |
| <i>Vorsteuerermarge</i> | 0,5% | 3,6% | |
| Jahresüberschuss | 0,01 | 0,11 | +944,2% |
| <i>Netto-Marge</i> | 0,4% | 3,6% | |

Investitionen in TecBOS.Command

Die erfreuliche Umsatz- und Ergebnisentwicklung des letzten Jahres wurde dabei ausschließlich im Consulting-Segment erzielt, dessen Umsatz von 1,5 auf 2,2 Mio. Euro zulegte. Demgegenüber schrumpfte das Geschäft rund um die Softwareprodukte von 1,0 Mio. Euro auf 0,9 Mio. Euro. Das Unternehmen begründet dies mit der Zurückhaltung staatlicher Auftraggeber, das Geschäft mit Privatunternehmen und insbesondere mit den Betreibern kritischer Infrastrukturen sei hingegen befriedigend verlaufen. Noch keinen signifikanten Umsatzbeitrag hat das im Frühjahr 2014 erworbene Produkt TecBOS.Command erbracht, weil PRO DV vor einem breit angelegten Vertriebsstart die Software noch modernisieren musste. Nach leichten Verzögerungen wurden diese Arbeiten im Januar 2015 mit der Veröffentlichung der neuen Version abgeschlossen, seitdem wird das Produkt nach Unternehmensangaben mit gutem Erfolg vertrieben. Auch für das Consulting-Geschäft berichtet PRO DV über eine gute Auslastung und eine rege Nachfragetätigkeit, mit dem Ausbau der Personalkapazitäten um drei Mitarbeiter haben die Dortmunder bereits auf die gute Geschäfts-

lage reagiert, ein weiterer Personalaufbau wird angestrebt.

Hohe Dynamik im ersten Quartal

Die gute Geschäftslage hat sich auch im ersten Quartal fortgesetzt. Bei einem Umsatzplus von 27,8 Prozent auf 0,82 Mio. Euro hat sich das EBITDA auf 0,04 Mio. Euro mehr als verdoppelt, dank rückläufiger Abschreibungen und Zinsaufwendungen legten das EBIT und das Periodenergebnis mit +260 und +300 Prozent noch stärker zu. Die EBIT- und die Nachsteuerermarge des ersten Quartals verbesserte sich infolgedessen von 1,6 resp. 1,4 Prozent auf jeweils 4,4 Prozent.

Geringe bilanzielle Reserven

Aussagen über die Cashflow-Entwicklung im ersten Quartal hat PRO DV nicht getroffen. Im letzten Geschäftsjahr belief sich der operative Cashflow auf 0,14 Mio. Euro, nach Abzug der Auszahlungen für Sachanlageninvestitionen (vor allem EDV-Ausstattung) verblieb ein Free-Cashflow von knapp 0,1 Mio. Euro. Der Finanzmittelbestand per 31.12. belief sich auf 0,11 Mio. Euro, die größte Position auf der Aktiv-Seite stellten die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen dar, die sich auf 0,47 Mio. Euro bzw. auf rund 60 Prozent der Bilanzsumme beliefen. Die Passivseite verteilt sich in etwa gleichmäßig auf das Eigenkapital (27 Prozent), Rückstellungen (34 Prozent, vor allem für Prämienzahlungen) sowie auf Verbindlichkeiten (37 Prozent). Die Bankverbindlichkeiten beliefen sich dabei auf lediglich 11 Tsd. Euro, wobei das Unternehmen betont, über ausreichende Kreditlinien zu verfügen. Aus diesem Grund und angesichts der fehlenden Notwendigkeit für größere Investitionen sieht PRO DV keine Veranlassung, die Eigenkapital- und die Liquiditätsausstattung durch einen Rückgriff auf frisches Kapital zu stärken. Stattdessen soll der profitable Wachstumskurs fortgeführt und über die Gewinnthesaurierung zu einem sukzessiven Wiederaufbau des Eigenkapitals genutzt werden.

Equity-Story

Etablierte Marktposition

PRO DV ist bereits seit Jahrzehnten in den adressierten Geschäftsfeldern aktiv und verfügt in beiden über ein gutes Renommee und einen großen Kundenstamm. Insgesamt zählt das Unternehmen rund 150 Adressen zu seinen aktiven Kunden, im Bereich der Software für den Bevölkerungsschutz gehören alle relevanten Bundes- und zahlreiche Behörden der Länder zum Kundenkreis.

Krisenerfahrenes Team

Die langjährige Historie umfasst auch eine sehr schwierige Krisenphase mit einer dreimonatigen Insolvenz. Diese Erfahrung dürfte das Management und auch das Mitarbeiterteam für etwaige künftige Fehlentwicklungen sensibilisieren, gleichzeitig haben die handelnden Personen bereits unter Beweis gestellt, dass sie eine Krise bewältigen können. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass das Unternehmen trotz der zwischenzeitlichen Krise nach wie vor von seinem langjährigen Vorstand geleitet wird, auch im Aktionärskreis sind die Gründer immer noch signifikant vertreten.

Potenziell wachsende Zielmärkte

Mit der Konzentration auf Lösungen und Dienstleistungen rund um die Themen Bevölkerungsschutz und Krisenmanagement adressiert PRO DV einen Bereich mit einer absehbar steigenden Bedeutung sowohl für Behörden als auch für Unternehmen. Dafür sorgen zum einen die objektiv zunehmenden Krisen- und Gefahrensituationen als auch die aufgrund der fortschreitenden Vernetzung und zunehmenden Komplexität des Wirtschafts- und Alltagslebens steigenden Schadenspotenziale etwaiger Krisen. Das Thema Krisenabwehr betrifft zudem nicht nur die traditionell damit betrauten staatlichen Stellen, sondern immer auch die Wirtschaft, die in einer immer stärker digitalisierten, enggetakteten und vernetzten Umwelt der Krisenfestigkeit kritischer Geschäftsprozesse eine höhere Priorität beimessen muss.

Dynamische Entwicklung im Consulting

Die dynamische Entwicklung der Consulting-Sparte im letzten Jahr und zu Jahresbeginn 2015 verdeutlichen, dass sich diese Erkenntnis zunehmend durchsetzt. Nachdem PRO DV den Segmentumsatz im letzten Jahr um rund 45 Prozent steigern konnte, berichtet das Unternehmen auch für das laufende Jahr von einer hohen Auslastung der Berater. Dem im bisherigen Jahresverlauf bereits durchgeführten Personalaufbau sollen deswegen, so denn geeignete Kandidaten gefunden werden können, weitere Aufstockungen folgen. Neben dem anhaltenden Nachrichtenstrom über prominente Opfer von Cyber-Attacken (wie zuletzt der Bundestag) dürfte dafür auch das von PRO DV weiter in Richtung BCM geschärfte Profil verantwortlich sein.

Vielversprechende Sortimentsergänzung

Anders als im letzten Geschäftsjahr, in dem das hohe Umsatz- und Ergebniswachstum trotz des Rückgangs im Produktgeschäfts erzielt wurde, könnte die Dynamik im laufenden und im kommenden Jahr zusätzlich von einem wachsenden Geschäft mit der im letzten Jahr erworbenen Lösung TecBOS.Command profitieren. Mit dem Kauf der Software, die beim bisherigen Eigentümer nur ein Randprodukt gewesen ist, hat PRO DV sein Angebotsspektrum um ein Produkt für die kommunale Ebene ergänzt und sich damit einen Markt mit noch beträchtlichem Potenzial erschlossen. Nach umfangreichen Arbeiten zur Modernisierung der Software wird das Produkt seit diesem Frühjahr nun aktiv vermarktet, die Dortmunder berichten diesbezüglich von einem regen Interesse potenzieller Kunden, das sich im Nachgang an die erfolgreiche Präsentation auf der großen Branchenmesse im Juni nun in einem verstärkten Auftragsingang niederschlagen dürfte.

Seit vier Jahren profitabel

Seit der Überwindung der Krise ist es PRO DV durchgehend gelungen, trotz der zwischenzeitlich deutlich schwankenden Umsätze profitabel und cashflow-positiv zu bleiben. Auch wenn die damit erzielte Marge noch vergleichsweise gering ist, hat das Unternehmen damit bewiesen, dass sich das Geschäft notfalls auch auf der geringen gegenwärtigen Umsatzbasis erfolgreich gestalten lässt.

Weiterer Gewinnsprung möglich

Wie das letzte Jahr und das erste Quartal 2015 gezeigt haben, konnte PRO DV zuletzt steigende Umsätze in ein deutlich überproportionales Gewinnwachstum umsetzen. Der Effekt war vor allem der verbesserten Auslastung geschuldet, mit der Leerkosten in Nutzkosten umgewandelt wurden. Da die

Auslastung des Consulting-Segments nach Unternehmensangaben inzwischen auf einem hohen Niveau angelangt ist, werden sich derart hohe Ergebnissprünge nicht mehr wiederholen lassen. Dennoch besteht noch Potenzial für überdurchschnittliche Gewinnsteigerungen. Zum einen bedingt die kleine Größe des Unternehmens ein relativ hohes Gewicht der Overhead-Kosten, das sich mit wachsendem Umsatz reduzieren sollte. Auch dürfte eine höhere Basis und eine größere Anzahl an Projekten es leichter machen, für eine gleichmäßigere Auslastung zu sorgen. Vor allem aber dürfte beginnend mit diesem Jahr auch das Produktgeschäft und hier vor allem TecBOS.Command einen positiven Umsatz- und Ergebnisbeitrag leisten, während das letzte Jahr noch von den Aufwendungen im Zusammenhang mit der Aktualisierung der Software belastet war.

DCF-Bewertung

Gewinnanstieg angekündigt

Nach dem guten Jahresstart im ersten Quartal und vor dem Hintergrund der hohen Auslastung im Consulting-Segment hat PRO DV angekündigt, im laufenden Jahr das Ergebnis erneut steigern zu wollen. Auch in den Folgeperioden will das Unternehmen weiter kontinuierlich wachsen und dabei die Margen verbessern.

Verbesserte Wachstumschancen

Im Rahmen unseres Bewertungsmodells gehen auch wir davon aus, dass die gute Dynamik fortgesetzt werden kann. Mit dem zuletzt wahrnehmbar steigenden Interesse von Unternehmen für die von PRO DV bearbeiteten Themen und mit dem erweiterten Produktsortiment sehen wir die Wachstumsvoraussetzungen im Vergleich mit den Vorjahren deutlich verbessert. Für 2015 kalkulieren wir deswegen mit einem Umsatzplus von 15 Prozent auf 3,5 Mio. Euro. Diese Erwartung sehen wir einerseits durch die berichtete gute Auslastung und die im Rahmen der HV gemeldete Gewinnung von Beratungsmandaten aus den Bereichen Telekommunikation, Logistik und Energieversorgung begründet, auch dürften die neuen Mitarbeiter ab der zweiten Jahreshälfte sukzessive einen wachsenden Beitrag erbringen. Andererseits erwarten wir, dass auch das Produktgeschäft im laufenden Jahr dank des anlaufenden Geschäfts mit TecBOS.Command wieder auf den Wachstumskurs einschwenkt. Den deutlichsten Effekt von TecBOS.Command haben wir allerdings erst für 2016 angenommen, weswegen wir auch für das kommende Jahr weiter mit einer Wachstumsrate von 15 Prozent rechnen. Ab 2017 haben wir die unterstellte Expansionsrate auf 10 Prozent abgesenkt, aus Vorsichtsüberlegungen lassen wir sie anschließend bis zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums weiter auf 7 Prozent abschmelzen. Die unterstellte Umsatzentwicklung entspricht dabei einem geglätteten Verlauf, angesichts des volatilen Beratungsgeschäfts dürfte die tatsächliche Entwicklung eine stärkere Volatilität aufweisen.

Spielraum für Margenverbesserungen

Das unterstellte Umsatzwachstum sehen wir als den wichtigsten Treiber für eine verbesserte Profitabilität. Neben der Degression der durchschnittlichen Overhead-Kosten dürfte sich im laufenden Jahr noch einmal die verbesserte Auslastung bemerkbar machen, auch bietet eine größere Umsatzbasis bessere Möglichkeiten, um projektfreie Zeiten von Mitarbeitern zu verkürzen und damit die Auslastung zu glätten. Schließlich erwarten wir auch von dem unterstellten Wachstum mit TecBOS.Command einen spürbaren Margeneffekt. In Summe erwarten wir für das laufende Jahr eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf 5 Prozent und bis 2022 einen weiteren Anstieg auf 8,5 Prozent. In Abwesenheit größerer Abschreibungen, Zinsaufwendungen und Steuern (wegen des hohen Verlustvortrags) liegt auch die unterstellte Nettomarge nur unwesentlich darunter.

Detailprognosezeitraum

Die wichtigsten Daten des Bewertungsmodells finden sich in der Tabelle auf der folgenden Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung in dem Detailprognosezeitraums von 2015 bis 2022 finden sich im Anhang. Das unterstellte ewige Cashflow-Wachstum ab 2023 beläuft sich auf 1,0 Prozent p.a.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 6,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Mar-

| Mio. Euro | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 3,48 | 4,00 | 4,40 | 4,84 | 5,32 | 5,80 | 6,27 | 6,70 |
| Umsatzwachstum | | 15,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 9,0% | 8,0% | 7,0% |
| EBIT-Marge | 4,6% | 6,5% | 7,1% | 7,7% | 8,0% | 8,1% | 8,1% | 8,1% |
| EBIT | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Steuersatz | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,03 | 0,03 |
| NOPAT | 0,16 | 0,26 | 0,31 | 0,36 | 0,41 | 0,44 | 0,48 | 0,52 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 0,01 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,03 |
| + Zunahme langfr. Rückstellungen | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| + Sonstiges | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Operativer Brutto Cashflow | 0,17 | 0,28 | 0,33 | 0,37 | 0,43 | 0,47 | 0,51 | 0,54 |
| - Zunahme Net Working Capital | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | -0,01 | -0,03 |
| - Investitionen AV | -0,02 | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,03 |
| Free Cashflow | 0,17 | 0,27 | 0,32 | 0,36 | 0,40 | 0,43 | 0,46 | 0,48 |

ket risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,2 resultiert hieraus ein WACC-Satz von 8,3 Prozent.

Kursziel: 1,15 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,3 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Unternehmenswert von 4,9 Mio. Euro bzw. 1,15 Euro je Aktie. Anhand unseres DCF-Modells sehen wir demnach für die PRO DV-Aktie aktuell ein Kurspotenzial von rund 55 Prozent.

Erhöhtes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. PRO DV verfügt zwar einerseits über eine etablierte Marktstellung und einen umfangreichen Kundestamm mit einem signifikanten Anteil an wiederkehrenden Erlösen, doch ein Großteil des Geschäfts entfällt auf Consulting-Projekte, die vergleichsweise erratisch anfallen. In Verbindung mit

der geringen Unternehmensgröße und dem dadurch begrenzten Glättungspotenzial sehen wir insgesamt ein leicht erhöhtes Prognoserisiko, weswegen wir uns für den Ansatz von vier Punkten entschieden haben.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 1,00 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 9,2 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 1,41 Euro im optimistischsten Fall.

| Sensitivitätsanalyse WACC | Ewiges Cashflow-Wachstum | | | | |
|------------------------------|--------------------------|------|-------------|------|------|
| | 2,0% | 1,5% | 1,0% | 0,5% | 0,0% |
| 7,2% | 1,41 | 1,33 | 1,26 | 1,20 | 1,15 |
| 7,7% | 1,32 | 1,26 | 1,20 | 1,15 | 1,10 |
| 8,2% | 1,25 | 1,20 | 1,15 | 1,10 | 1,06 |
| 8,7% | 1,19 | 1,14 | 1,10 | 1,06 | 1,03 |
| 9,2% | 1,14 | 1,10 | 1,06 | 1,03 | 1,00 |

Fazit

PRO DV hat in den letzten vier Jahren zwar profitabel gearbeitet, umsatzseitig aber in Summe stagniert. Doch inzwischen hat das Unternehmen an zwei entscheidenden Stellen sichtbare Fortschritte erzielt, mit denen eine mehrjährige Wachstumsphase eingeleitet werden könnte. Zum einen ist es den Dortmundern gelungen, sich noch stärker als Krisenmanagement-Partner auch für die Privatwirtschaft zu positionieren und das Thema Business Continuity Management zu besetzen, zum anderen wurde mit dem letztjährigen Kauf der Software TecBOS.Command produktseitig ein attraktiver Markt erschlossen.

Damit bestehen aktuell für beide Segmente gute Chancen auf steigende Umsätze, die sich, wie schon im letzten Geschäftsjahr, in einem überproportionalen Gewinnanstieg niederschlagen sollten. Wir haben ein solches Wachstumsszenario modelliert und sehen auf dieser Basis den fairen Wert bei 1,15 Euro je Aktie. Trotz des jüngsten Kurssprungs signalisiert unser DCF-Modell damit ein weiteres Kurspotenzial von rund 55 Prozent, weswegen wir unsere Coverage mit dem Rating „Buy“ starten.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

| Mio. Euro | 12 2014 | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| AKTIVA | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 0,05 | 0,06 | 0,07 | 0,08 | 0,09 | 0,09 | 0,10 | 0,11 | 0,12 |
| 1. Immat. VG | 0,02 | 0,03 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,06 |
| 2. Sachanlagen | 0,02 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,04 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,06 |
| II. UV Summe | 0,72 | 0,90 | 1,19 | 1,54 | 1,93 | 2,38 | 2,87 | 3,16 | 3,47 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 0,21 | 0,37 | 0,63 | 0,95 | 1,31 | 1,72 | 2,17 | 2,42 | 2,68 |
| II. Rückstellungen | 0,26 | 0,28 | 0,30 | 0,32 | 0,34 | 0,36 | 0,37 | 0,39 | 0,41 |
| III. Fremdkapital | | | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 2. Kurzfristiges FK | 0,30 | 0,30 | 0,32 | 0,35 | 0,37 | 0,40 | 0,43 | 0,46 | 0,49 |
| BILANZSUMME | 0,77 | 0,96 | 1,26 | 1,61 | 2,01 | 2,47 | 2,97 | 3,27 | 3,59 |

GUV-Prognose

| Mio. Euro | 12 2014 | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 3,02 | 3,48 | 4,00 | 4,40 | 4,84 | 5,32 | 5,80 | 6,27 | 6,70 |
| Rohhertrag | 2,34 | 2,71 | 3,16 | 3,49 | 3,86 | 4,25 | 4,64 | 5,01 | 5,37 |
| EBITDA | 0,13 | 0,17 | 0,28 | 0,33 | 0,39 | 0,45 | 0,49 | 0,53 | 0,57 |
| EBIT | 0,11 | 0,16 | 0,26 | 0,31 | 0,37 | 0,43 | 0,47 | 0,51 | 0,54 |
| EBT | 0,11 | 0,16 | 0,26 | 0,32 | 0,38 | 0,43 | 0,47 | 0,53 | 0,57 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 0,11 | 0,16 | 0,26 | 0,32 | 0,36 | 0,41 | 0,45 | 0,50 | 0,54 |
| JÜ | 0,11 | 0,16 | 0,26 | 0,32 | 0,36 | 0,41 | 0,45 | 0,50 | 0,54 |
| EPS | 0,02 | 0,04 | 0,06 | 0,07 | 0,08 | 0,10 | 0,10 | 0,12 | 0,12 |

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 12 2014 | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CF operativ | 0,14 | 0,19 | 0,30 | 0,35 | 0,39 | 0,44 | 0,47 | 0,51 | 0,53 |
| CF aus Investition | -0,05 | -0,02 | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,03 |
| CF Finanzierung | -0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -0,25 | -0,27 |
| Liquidität Jahresanfa. | 0,02 | 0,11 | 0,28 | 0,55 | 0,88 | 1,24 | 1,65 | 2,09 | 2,32 |
| Liquidität Jahresende | 0,11 | 0,28 | 0,55 | 0,88 | 1,24 | 1,65 | 2,09 | 2,32 | 2,55 |

Kennzahlen

| Mio. Euro | 12 2014 | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzwachstum | 23,8% | 15,0% | 15,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 9,0% | 8,0% | 7,0% |
| Rohtragsmarge | 77,3% | 78,0% | 79,1% | 79,3% | 79,7% | 79,8% | 79,9% | 80,0% | 80,1% |
| EBITDA-Marge | 4,2% | 5,0% | 7,0% | 7,5% | 8,1% | 8,4% | 8,4% | 8,5% | 8,5% |
| EBIT-Marge | 3,8% | 4,6% | 6,5% | 7,1% | 7,7% | 8,0% | 8,1% | 8,1% | 8,1% |
| EBT-Marge | 3,6% | 4,6% | 6,6% | 7,2% | 7,8% | 8,1% | 8,2% | 8,4% | 8,4% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 3,5% | 4,6% | 6,6% | 7,2% | 7,4% | 7,7% | 7,8% | 8,0% | 8,0% |

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 7)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurservartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

| | |
|-----------------|--|
| Strong Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein. |
| Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein. |
| Speculative Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein. |
| Hold | Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. |
| Sell | Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. |

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

| Datum | Anlageempfehlung | Kursziel | Interessenkonflikte |
|-------|------------------|----------|---------------------|
| keine | | | |

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.