



FIRST BERLIN
Equity Research

NET MOBILE AG

DEUTSCHLAND /
TELEKOMMUNIKATION

KURSZIEL: €10,15
SCHLUSSKURS VORTAG: €7,00
POTENTIAL: 45%

ERSTER BERICHT
6. März 2007



INHALT	SEITE
NET MOBILE AG ÜBERSICHT	1
UNTERNEHMENSÜBERBLICK	2
STRATEGIE	3
GESCHÄFTSMODELL	4
VORSTAND	5
WANDELANLEIHE UND AKTIONÄRSSTRUKTUR	6
MARKTUMFELD	6
WETTBEWERBSUMFELD	9
ERGEBNISSE FÜR DAS 1. QUARTAL 2006/2007	9
ERGEBNISANALYSE UND AUSBLICK	10
RISIKEN UND PROBLEMFELDER	12
BEWERTUNG	14
ANLAGEEMPFEHLUNG	15
GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG	16
BILANZ-ANALYSE	17
CASHFLOW-ANALYSE	18
DISCLAIMER	19

NET MOBILE AG

DEUTSCHLAND / TELEKOMMUNIKATION

Primary Exchange: Frankfurt Open Market
Symbol: N1M ISIN: DE0008137852

BEWERTUNG: Buy

KURSZIEL: €10,15

RISIKOBEWERTUNG: Hoch

ERSTER BERICHT

UNTERNEHMENSPROFIL

Die Net Mobile AG erbringt für Internetportale, Fernsehsender und Betreiber von Telekommunikationsnetzen Mehrwertdienste wie Spiele- und Musik-Downloads, Telefonumfragen bzw. -abstimmungen (Votings), Premium SMS und Klingeltöne. Das Unternehmen hat seinen Sitz in Düsseldorf. Net Mobile ging im Jahr 2000 durch Ausgliederung aus der Net AG hervor, einem Hersteller von Software für das Kundenbeziehungs- und Vertriebsmanagement. Der Börsengang von Net Mobile folgte im März 2005. Zum 30. September 2006 beschäftigte Net Mobile in Düsseldorf, Frankfurt am Main und Shanghai (China) insgesamt 70 Mitarbeiter.

ECKPUNKTE

Zu den wichtigen Faktoren, die den heutigen Kommunikationsmarkt prägen, gehören neben der zunehmenden Marktdurchdringung von Hochgeschwindigkeits-Mobilfunknetzen und Multimedia-„Smartphones“ auch das wachsende Interesse an mobilen Mehrwertdiensten wie z. B. an dem Herunterladen von Musik (Music-Download) und Mobilien Spielen.

Vor kurzem führte Net Mobile ihre jüngste Neuentwicklung, die MaxMedia-Plattform, die auf der bedeutenden Branchenmesse Midem in Cannes (Frankreich) präsentiert war, ein. Durch dieses jüngste Produkt des Net Mobile Konzerns sind die Kunden in der Lage, mobile Musik- und Unterhaltungsfunktionen wie Videos, Java-Spiele, Fotos und Klingeltöne anzubieten.

ANLAGEEMPFEHLUNG

Wir nehmen unsere Berichterstattung über Net Mobile mit einer BUY-Empfehlung auf. Unser Kursziel von €10,15 basiert auf unserem zweistufigen DCF-Modell und entspricht einem Aufwärtspotenzial von 45,0 %. Das umfangreiche Portfolio sowie eine Reihe von Wettbewerbsvorteilen und der dynamische Markt werden unserer Einschätzung nach der Net Mobile AG in den kommenden Jahren zu kräftigen Zuwachsraten verhelfen.

RISIKEN

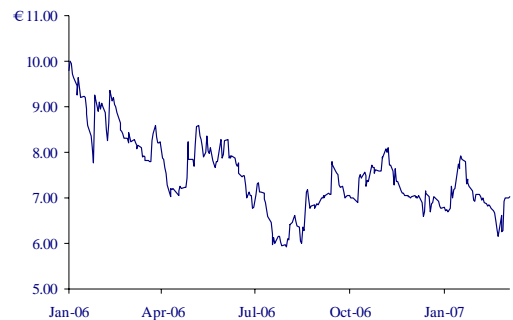
Net Mobile muss neue Trends und Entwicklungen voraussehen und das Produkt- und Serviceportfolio genau darauf abstimmen. Ein Scheitern im Bemühen, die für ein Mithalten in dieser beweglichen Branche erforderliche Kapitalausstattung aufrecht zu erhalten, stellt ein ernsthaftes Risiko dar. Das am 1. Januar 2007 in Kraft getretene neue deutsche Telekommunikationsgesetz (TKG) legt mit €3 pro Minute erstmals eine Obergrenze für Premium-Anrufdienste fest. Außerdem zwingt das Gesetz Unternehmen, Verbraucher auf hohe Gebühren aufmerksam zu machen, was zu einer Einschränkung der Umsatzeinnahmen führen könnte.

AM ENDE DIESES BERICHTS BEFINDEN SICH WICHTIGE ANGABEN

TRADING DATA

Marktkapitalisierung (05.03.07)	€45,66 Mio.
Aktien im Umlauf	6,52 Mio.
Schlusskurs (05.03.07)	€7,00
52-Wochen-Höchst/Tiefstkurse	€5,93 / 8,60
Free Float (gemäß Thomson)	97%
Durchschnittliches Tagesvolumen (Jahr)	39.980

KURSÜBERSICHT



Quelle: Bloomberg & First Berlin

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	FY 04/05	FY 05/06	FY 06/07E	FY 07/08E
Umsatz €Mio.	32,68	50,04	71,70	99,27
Jährl. Zuwachs	1,7%	53,1%	43,3%	38,5%
EBIT €Mio.	-3,11	-2,71	-0,18	4,96
EBIT Margen	-9,5%	-5,4%	-0,3%	5,0%
Jahresüberschuss €Mio.	-3,19	-2,15	-0,04	3,46
GpA €	-0,74	-0,33	-0,01	0,53
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	13,2

AKTIENPROFIL (stand 31 Dez. 2006, wenn nicht anders angegeben)

Liquide Mittel	€10,26 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€22,71 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte (inkl. Goodwill)	€18,34 Mio.
Bilanzsumme	€46,93 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€9,44 Mio.
Eigenkapital	€35,95 Mio.

KONTAKT

Ellis Acklin
Wladislaw Guentner
Tel +49 (0)30 - 80 93 96 90

e.acklin@firstberlin.com
w.guentner@firstberlin.com
Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87



UNTERNEHMENSÜBERBLICK

Die Net Mobile AG erbringt für Internetportale, Fernsehsender und Betreiber von Telekommunikationsnetzen Mehrwertdienste wie Spiele- und Musik-Downloads, Telefonumfragen bzw. -abstimmungen (Votings), Premium SMS und Klingeltöne. Das Unternehmen hat seinen Sitz in Düsseldorf. Net Mobile ging im Jahr 2000 durch Ausgliederung aus der Net AG hervor, einem Hersteller von Software für das Kundenbeziehungs- und Vertriebsmanagement. Der Börsengang (IPO) von Net Mobile folgte im März 2000. Zum 30. September 2006 beschäftigte Net Mobile in Düsseldorf, Frankfurt am Main und Shanghai (China) insgesamt 70 Mitarbeiter.

Kernaktivitäten von Net Mobile sind u. a. der Vertrieb eines umfangreichen Portfolios von Mehrwertdiensten und -software an Telekombetreiber, Sendeanstalten und Internetportale. Aufgrund seines strategischen Schwerpunkts auf dem schnell wachsenden Geschäftsbereich Mobile Mehrwertdienste sehen wir das Unternehmen gut aufgestellt, um vom Wachstum dieses Sektors zu profitieren. Das Zusammenfließen von Fest- und Mobilfunknetzen wird zu einer Ausweitung des Kundenstamms und einer stärkeren Nachfrage nach den Diensten von Net Mobile führen.

Net Mobile vertreibt ein breites Portfolio so genannter „Enabling Services“, zu denen die Transaktionsverarbeitung von Musik-Downloads ebenso wie Handyspiele, mobile Telefonumfragen/-abstimmungen, Klingeltöne, mobile Werbung, Premium-Anrufe mittels 0180-Nummern und mobile Zahlungssysteme gehören. Net Mobile ist ein sog. „White Label“-Anbieter von Plattform-Lösungen, d.h., dass die Dienste i. d. R. nicht unter dem eigenen, sondern unter dem Markennamen der Kunden vertrieben werden. Zu den mehr als 250 Kunden von Net Mobile zählen die Mobilfunkbetreiber E-Plus, O2, T-Mobile und Vodafone, die Anbieter der Musik Inhalte (Content Providers) Universal, BMG, EMI, Sony Music Deutschland und die GEMA, die musikalische Urheberrechtsgesellschaft Deutschlands, sowie die Spielentwickler wie Glu Mobile, Gameloft, In-Fusio, Distinctive Developments, BlueBeck, iomo, Indiagames, Gamevil, Morpheme, EA Mobile und Mr. Goodliving.

Unter Verwendung der „Enabling Services“ von Net Mobile bieten diese Firmen ihre Produktpalette an Telekommunikationsdiensten und -anwendungen unter eigenem Markennamen an. Die Einfachheit, mit der Net-Mobile-Lösungen installiert und betrieben werden können, hat zur Erlössteigerung beigetragen und ist ein Hauptgrund für den Erfolg der Produktlinie des Unternehmens. Typische Dienste sind u. a. Premium-SMS-, -MMS- und -Sprachdienste, Modelle auf WAP-Basis (Wireless Application Protocol, mobiler Internetzugang) sowie Internet-Abrechnungs- bzw. Zahlungssysteme (Web Billing). Die Zahlungsdienste sind u.a. über Mobilfunk- und Festnetzkonten, Kreditkarten sowie die Zahlungsnetzwerke FirstGate und Paypal verfügbar.

Die rasante Verbreitung sehr schneller mobilen Datennetzwerke auf Basis von Technologien wie GPRS (2G), EDGE (2,5), UMTS (3G) und HSDPA (3,5G) bereitet der Entwicklung von Produkten, die Net Mobile liefert, einen zunehmend fruchtbaren Boden. Wichtige, diesen



Markt gegenwärtig prägende Faktoren sind u.a. die rasche Verbreitung von Multimedia-„Smartphones“, die von Telekommunikationsdienstleistern angebotenen Datenflatrates sowie das steigende Interesse an mobilen Mehrwertdiensten wie Musik-Downloads und Handyspielen.

Der schnelle Technologiewandel forciert auch den Marktwandel und zwingt Anbieter von Mehrwertdiensten, sich mit schnellen Neuentwicklungen diesem Wandel anzupassen. Net Mobile ist aufgrund eines kurzen Entwicklungszyklus unseres Erachtens für die zukünftigen Erfolge in diesem schnellen Umfeld gut positioniert.

Vor kurzem führte Net Mobile ihre jüngste Neuentwicklung, die MaxMedia-Plattform, die auf der bedeutenden Branchenmesse Midem in Cannes (Frankreich) präsentiert war, ein. Durch dieses jüngste Produkt des Net Mobile Konzerns sind die Kunden in der Lage, mobile Musik- und Unterhaltungsfunktionen wie Videos, Java-Spiele, Fotos und Klingeltöne anzubieten.

STRATEGIE

ENTWICKLUNG UND IMPLEMENTIERUNG NEUER TECHNOLOGIEN

Die strategische Ausrichtung von Net Mobile basiert auf der schnellen Entwicklung und Implementierung neuer Technologien. In den letzten Jahren entwickelte Net Mobile Downloadplattformen für Musik und Handyspiele. Mit der schnellen Entwicklung von Plattformen konnte sich Net Mobile auf dem Markt erhebliche Wettbewerbsvorteile sichern. Vereinbarungen über strategische Partnerschaften wurden mit bedeutenden Kunden wie z. B. Universal Music Deutschland und E-Plus, dem drittgrößten Mobilfunkbetreiber Deutschlands, unterzeichnet.

INTERNATIONALISIERUNG

Der Schwerpunkt von der Net-Mobile-Strategie ist die verstärkte Internationalisierung der Unternehmensaktivitäten. Für die Geschäftsjahre 2007 und 2008 ist die Expansion nach Europa und darüber hinaus geplant. Net Mobile beabsichtigt, Zukäufe und strategische Beteiligungen als Triebfeder für dieses Wachstum einzusetzen. Die soliden Liquiditätsreserven von Net Mobile, die sich per 31. Dezember 2006 auf € 10,26 Mio. beliefen, werden dem Unternehmen als Fundament für weitere Zuwächse dienen.

SCHNELLE ANPASSUNG

Ebenso wichtig für die Strategie von Net Mobile sind die multinationalen Vertriebsvereinbarungen mit Medien- und Unterhaltungsunternehmen. Mit einem breiten Spektrum an Marketingplattformen eröffnet Net Mobile Medien- und Unterhaltungsunternehmen viele Vermarktungsmöglichkeiten für ihre Neuveröffentlichungen. Wir rechnen in Folge der Expansion des deutschen Produktportfolios von Net Mobile auf internationale Märkte mit positiven Auswirkungen. Das Net-Mobile-Produktportfolio lässt sich im Allgemeinen schnell für einen Vertrieb auf globaler Basis anpassen.



STEIGENDE MARGEN

Wir erwarten, dass Net Mobile aus Wachstum und zunehmender Internationalisierung Skaleneffekte erzielen wird. Wir rechnen mit einem Margenanstieg während der Expansionsphase, in der die Marketing- und insbesondere die Verwaltungskosten Unternehmenserwartungen zufolge weniger stark ansteigen werden als die Erlöse.

SYSTEM FÜR DRITTE

Mit dem vor kurzem eingeführten Plattformsystem MaxMedia ist Net Mobile gut positioniert, um von Produkten zu profitieren, die Unternehmen bei der Berechnung und Verteilung von Urheberrechtsgebühren für das Herunterladen von digitalen Musik- und Videoinhalten unterstützen. Durch gezielte Investitionen bietet Net Mobile ein transparentes und leicht bedienbares System für die urheberrechtliche Abwicklung an, das unserer Einschätzung nach neue Umsatz- und Gewinnmöglichkeiten eröffnet. Auch einige Mitbewerber von Net Mobile verwenden das MaxMedia-Abwicklungssystem. Dies ist für uns ein Beweis für das Vertrauen, das der Markt in diese Technologie setzt.

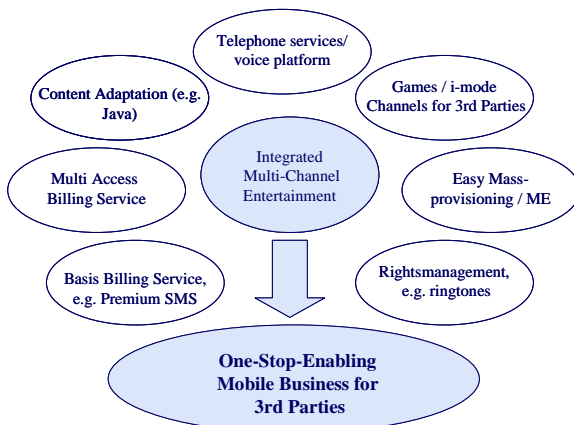
TRIPLE PLAY

Ein weiterer strategischer Vorteil für Net Mobile ist die Fähigkeit, das „Triple Play“ aus Sprache, Daten und Unterhaltungsmedien in Flatrate-Bündeln ebenso zu liefern wie neue standortbezogene mobile Dienste. Diese Produkte werden sicherlich neue Wachstumschancen eröffnen. Die Übernahme von Anteilen an den Festnetz-Telekommunikationsunternehmen First Telekom GmbH und 01039 Call-by-Call GmbH hat den Einstieg von Net Mobile in diese Märkte erleichtert.

GESCHÄFTSMODELL

Mobil- oder Festnetztelefone werden nicht mehr allein für standardmäßige Anrufe, sondern zunehmend auch als Plattformen für vielfältigste Dienste oder Einsatzmöglichkeiten benutzt. Kommunikations-, Unterhaltungs- und Werbebranche sind ständig auf der Suche nach neuen und effizienten Wegen die Kunden anzusprechen. Hierdurch steigt der Druck auf Unternehmen, die in diesem Markt aktiv sind; das gilt besonders für Anbieter von Internetdiensten (ISPs) und Betreiber von Telekommunikationsnetzen. Angesichts der gestiegenen Wissensanforderungen in diesem Technologiefeld sind Kommunikations- und Medienunternehmen sowie Werbeagenturen mehr und mehr auf Dienste von Dritten wie Net Mobile angewiesen, die diese Anforderungen in die Tat umsetzen („Enabler“ oder „Aggregator“).

Die Hauptaufgabe von Enablern wie Net Mobile besteht nicht allein darin, ihren Kunden einfache und transparente Lösungen zur Transaktionsabwicklung zu liefern, sondern ihnen auch eine leicht verständliche und innovative Produktpalette anzubieten. Net Mobile bietet diesem wachsenden Markt mit einer großen Anzahl von White-Label-Diensten und -Applikationen für Daten, Sprache und Multimedia ein solides Portfolio marktrelevanter Produkte. (siehe Grafik)



Quelle: Net Mobile

VORSTAND

Der Vorstand von Net Mobile besteht aus vier Mitgliedern:

Theodor Niehues (Vorstandsvorsitzender, CEO). Herr Niehues war von 1990 bis 1996 Vertriebs- und Marketingmanager bei 3M in Neuss. Beim Mobilfunkbetreiber Vebacom/o.tel.o war Herr Niehues Divisionsleiter für den Bereich „transaction products“ zuständig. Im Dezember 1999 wechselte er zur Net AG und war dort bis Mitte 2001 als Mitglied des Vorstands für das operative Geschäft verantwortlich.

Kai Markus Kulas (Vorstand Produkte, CPO). Herr Kulas war von 1992 bis 1994 im Bereich Marketing bei UPS tätig. 1994 übernahm Herr Kulas das Produktmanagement für den Bereich Telematik und Transport bei der GFD, der Gesellschaft für Datenfunk. 1996 wechselte Herr Kulas zu o.tel.o, wo er für den Bereich Call-by-Call-Services zuständig war. 1999 kam er zu E-Plus und war dort für die Einführung von WAP-Diensten verantwortlich.

Dieter Plassmann (Vorstand Technik, CTO). Herr Plassmann forschte von 1992 bis 1997 an der Rheinisch-Westfälischen Technischen Hochschule (RWTH) im Bereich der UMTS-Netze. Von 1997 bis 2000 war er bei E-Plus in Düsseldorf Technischer Leiter und Projektmanager für WAP und Multi-Access-Portale. Seit 2001 ist er Technikvorstand von Net Mobile AG.



Frank Hartmann (Vorstand Finanzen, CFO). Herr Hartmann machte 1986 seinen Abschluss als Bankkaufmann bei der Deutschen Bank in Köln. Von 1988 bis 1989 war er für die Deutsche Bank in Australien als Leiter der Privatkundenabteilung und Zweigstellenleiter der Deutsche Bank Australia Ltd. tätig. Bis zum Jahr 2000 war Herr Hartmann als Firmenkundenbetreuer für gehobene Firmenkunden für die Deutsche Bank in Köln tätig. Im Jahr 2000 übernahm Herr Hartmann die Position des Finanzvorstandes/CFO der Net AG.

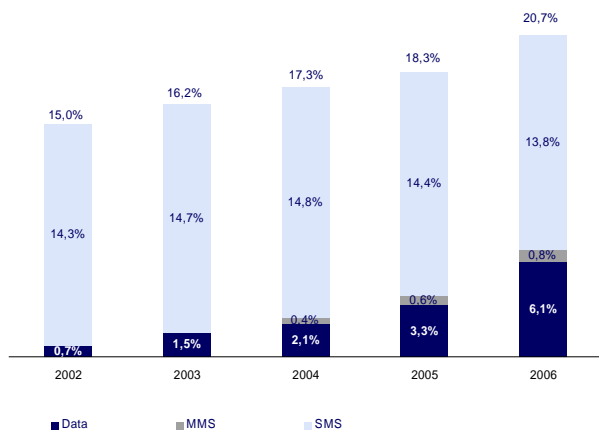
WANDELANLEIHE UND AKTIONÄRSSTRUKTUR

Durch Umwandlung von zwei Wandelanleihen am 15. Juni und 15. September 2006 sowie einer am 4. September 2006 durchgeführten Kapitalerhöhung konnte Net Mobile die Kapitalbasis von 4.324.000 auf 6.523.550 Aktien vergrößern. 96,8 % der Net-Mobile-Anteile befinden sich gegenwärtig im Streubesitz.

MARKTUMFELD

Der deutsche Telekommunikationsmarkt befindet sich unserer Einschätzung nach im Frühstadium einer Übergangsphase. Durch die von Technologien wie EDGE, UMTS und HSDPA vorangetriebene rasante Beschleunigung des mobilen Datentransfers verändert sich der Markt. Weitere Entwicklungstreiber sind sinkende Preise für die Daten- und Sprachübertragung sowie die starke Zunahme an Flatrate-Tarifen.

Nach Schätzungen der Kölner Beratungsfirma VATM (Verband der Anbieter von Telekommunikations- und Mehrwertdiensten) lag der Anteil des Mobiltelefonsegments an den Gesamterlösen des deutschen Telekommunikationsmarktes 2006 bei 42,3 % (2005: 42,7 %). Der Non-Voice-Bereich, zu dem u. a. SMS, WAP und mobile Daten zählen, war mit geschätzten 20,7 % am 2006er Umsatz beteiligt (2005: 18,3 %).



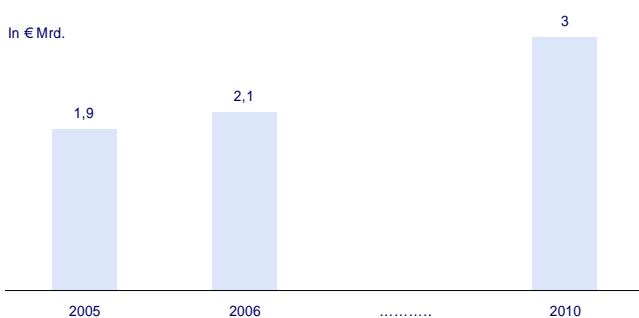
Quelle: VATM & Dialog Consult



Dies bestätigt unsere Einschätzung, dass der deutsche Mobilmarkt noch immer ein hohes Wachstumspotenzial aufweist. Da der Durchdringungsgrad im Bereich Hochgeschwindigkeits-Mobilfunk noch gering ist, befindet sich der Non-Voice-Sektor immer noch in der Entwicklung, wodurch sich Chancen für Neueinsteiger ergeben.

Je weiter sich der mobile Hochgeschwindigkeits-Datentransfer ausbreitet, desto mehr wird die Verwendung von Standardtechnologien wie SMS und MMS an Beliebtheit verlieren. Allerdings werden Standardtechnologien unseres Erachtens auch künftig eine solide Basis für die Abrechnung und Abwicklung mobiler Dienste bilden. Zu den entscheidenden Vorteilen von Standarddiensten gehört die eindeutige Zuordnung zwischen Mobiltelefonnummer und Rechnungsstellung. Und auch für den Nutzer eines Mobiltelefons bieten die Standarddienste Vorteile. So kann ein Kunde sich z. B. ohne das Merken komplizierter Anmeldedaten Musik herunterladen und den von ihm gewünschten Titel sofort erhalten. Die meisten modernen Mobiltelefone wie das Blackberry von RIM, das kommende Apple-iPhone oder Treo von Palm werden diese Standardtechnologien immer noch unterstützen.

Der Beliebtheitsgrad mobiler Mehrwertdienste wie das Laden von Klingeltönen, Musik oder Spielen nimmt immer mehr zu. BITKOM-Schätzungen zufolge ist der Umsatz mit Downloads innerhalb der EU von €1,92 Mrd. im Jahr 2005 um 9,9 % auf €2,11 Mrd. in 2006 gestiegen. BITKOM geht in seinen Prognosen davon aus, dass die Umsätze ab 2010 die €3 Mrd.-Marke überschreiten werden (siehe Grafik). Darüber hinaus vollzieht sich beim Umsatz gegenwärtig eine Verlagerung von den Klingeltönen auf das Laden vollständiger Musikstücke. BITKOM zufolge wurden in Deutschland zwischen Januar und August 2006 2,4 Mio. Musiktitel auf das Handy geladen, nach 0,14 Mio. im Jahr 2005. Net Mobile hat Verträge mit großen Namen der Musikindustrie wie Universal Music Deutschland abgeschlossen und ist für einen Erfolg in diesem Markt daher gut aufgestellt.



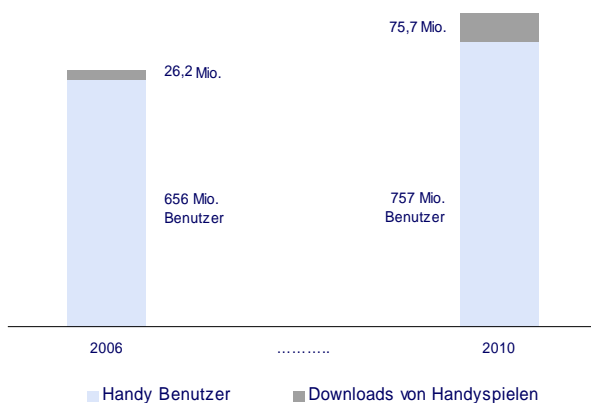
Quelle: BITKOM

Impulsgeber für die steigende Nachfrage nach dem Laden vollständiger Musiktitel sind zum einen die Verbreitung von Smartphones mit Computertechnik, zum anderen die rasante Beschleunigung und sinkende Preise der mobilen Datenübertragung. Die neuesten Telefone von Samsung, HTC, Motorola, Nokia, Sony und Apple bieten nicht nur hinreichend Speicherplatz für Tausende von Songs, sondern auch die Fähigkeit zu Hochgeschwindigkeits-



Downloads. Mit schnellen Technologien wie HSDPA, UMTS und EDGE nimmt der Ladevorgang gerade einmal ein paar Minuten in Anspruch.

Neben Musik-Downloads ist auch der Bereich Handyspiele ein viel versprechender und wachstumsstarker Markt für Net Mobile. Einem Bericht von PriceWaterhouseCoopers (PWC) zufolge verzeichnen Handyspiele infolge der Verbreitung entsprechend ausgestatteter Mobiltelefone und erschwinglicher Datentarife kräftige Zuwachsraten. Man erwartet, dass die Zahl der Handynutzer in den 27 Staaten der Europäischen Union nach geschätzten 656 Mio. in 2006 bis 2010 um 15,4 % auf 757 Mio. ansteigen wird. Mit sinkenden Preisen für die Hochgeschwindigkeits-Datenübertragung im Mobilbereich wird erwartet, dass auch die EU-weite Akzeptanz für das Download von Handyspielen zunimmt. Nach Schätzungen von PWC wird sich die Zahl der Handyspiele Downloads von ca. 26,2 Mio. im Jahr 2006 auf 75,7 Mio. in 2007 annähernd verdreifachen. Trifft das ein, hat jeder zehnte Mobiltelefon-Benutzer in der EU bis zum Jahr 2010 ein Handyspiel heruntergeladen.



Quelle: PWC

Frühe Spieleprojekte wie die sog. MMOGs (Massively Multiplayer Online Games) könnten einen wesentlichen Umsatzbeitrag im Mobile-Games-Segment leisten. Sollte diese Form von Spielen auch unter Durchschnittsnutzern Verbreitung finden, könnte sich die Erfahrung, die Net Mobile als Vorreiter in diesem Bereich gesammelt hat, als entscheidender Wettbewerbsvorteil erweisen. Net Mobile bietet eine ganze Palette von Basisprodukten für das Spielen im Internet an. „Football Tip Manager“ heißt eines dieser Spiele; bei dem können Mitspieler Prognosen über den Ausgang von Fußballspielen treffen und Wetten darauf abschließen.

Durch eine exklusive Partnerschaft mit E-Plus im Bereich Handyspiele verfügt Net Mobile über eine gute Basis für zukünftiges Wachstum.



WETTBEWERBSUMFELD

Der deutsche Markt für Enablingdienstleistungen ist stark fragmentiert. Eine Auswahl kleinerer und größerer Anbieter umfasst z. B. D&S, mobile 365, Convisual, Verisign, Materna sowie Arvato, ein Unternehmensbereich der Bertelsmann AG. Je mehr Unterhaltungs- und Musikunternehmen eine Vermarktung ihrer Produkte über mobile Plattformen anstreben, desto stärker wächst der Bedarf an Outsourcing von Lösungen, was zu einer stärkeren Nachfrage nach interaktiven mobilen Diensten, Anwendungen und Abrechnungslösungen führt. Außer Net Mobile gibt es nicht viele Unternehmen, die alle diese Lösungen parallel anbieten. In den letzten Jahren konnte Net Mobile seine Kompetenz auf fast jedem Gebiet der Enablingdienstleistungen erweitern und ist so zu einem vielseitigen Anbieter auf diesem wachsenden Markt geworden. Allerdings könnte sich das Marktumfeld für diese innovative und wegbereitende Technologie von heute auf morgen radikal verändern. Wie bereits erwähnt, kaufen sich weltweit agierende Großunternehmen wie Bertelsmann und News Corp in dem Bestreben, ihre Medienarchive durch konzerninterne mobile Vertriebsplattformen zu ergänzen, in diesen Sektor ein. Hierdurch könnten die Gewinnmargen kleinerer Anbieter wie Net Mobile unter Druck geraten. Dadurch können sie in die Abhängigkeit großer Konzerne geraten oder von diesen ganz umgangen werden.

Vor diesem Hintergrund bietet Net Mobile mit über 250 Partnern und Inhabern Vertriebswege an. Dabei stehen Net Mobile sowohl Vertriebskanäle als auch die Enabling-Technologie zur Verfügung, während den Konkurrenten entweder die Technologie (Jamba) oder die Vertriebswege (Materna) fehlen. Zudem ist Net Mobile, anders als Arvato, von keinem größeren Unternehmen abhängig.

Die exklusive Partnerschaft mit E-Plus im Spielesegment und die Zusammenarbeit mit Universal Music Deutschland bei Musik-Downloads sichert Net Mobile künftig den wichtigen Zugriff auf hochwertige Online-Inhalte wie Handyspiele und Musik.

Net Mobile ist ein viel versprechender Entwickler mobiler White-Label-Dienstleistungen, u. a. in den Bereichen Musik-Downloads und Handyspiele. Net Mobile ist im Begriff, vom deutschen Firmensitz aus die Expansion ins Ausland anzutreten. Net Mobile profitiert vom wachsenden Trend unter Mobilfunkbetreibern die entsprechenden Enablingdienste auszulagern. Die Investitionen von Net Mobile mit dem Ziel, ein breites Portfolio an verwalteten Diensten aufzubauen, dürften eine solide Grundlage für die erfolgreiche Expansion ins Ausland schaffen.

ERGEBNISSE FÜR DAS 1. QUARTAL 2006/2007

Net Mobile erzielte im 1. Quartal 2006/2007 einen Umsatz von €15,15 Mio. (€11,09 Mio. in Q1 05/06), was einem Anstieg zum Vorjahr von 36,7 % entspricht. Mit einer Steigerung um 155 % auf €0,47 Mio. (€0,18 Mio.) konnte das EBITDA mehr als verdoppelt werden. Die EBITDA-Marge verbesserte sich auf 3,1 % (1,7 %). Aufgrund der geplanten Investitionsausgaben für die neue Musikplattform MaxMedia erhöhten sich die Abschreibungen, was in



Q1 2006/2007 einen operativen Verlust von €0,70 Mio. (€0,49 Mio.) nach sich zog. Die Ergebnisse bewegten sich im Rahmen unserer Prognosen und unterstreichen die Fortschritte, die das Unternehmen bei seinem Bemühen um eine Trendwende in der Ergebnisentwicklung macht.

ERGEBNISANALYSE UND AUSBLICK

Am 22. Dezember 2006 legte Net Mobile seinen gemäß IFRS erstellten Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2005/2006 vor. Der Umsatz stieg um 53,1 % auf € 50,04 Mio., nach €32,68 Mio. im Geschäftsjahr 2004/2005. Der Anteil der nicht in Deutschland erzielten Erlöse am Gesamtumsatz stieg auf 11,9 % und konnte damit mehr als verdoppelt werden. Nach einem Vorjahresverlust i. H. v. € 1,29 Mio. wies Net Mobile ein positives EBITDA von €1,52 Mio. aus. Trotz Abschreibungen und der Wertberichtigung bestehender Vermögenswerte konnte das Unternehmen den operativen Verlust um 12,8 % auf € 2,71 Mio. (€ 3,11 Mio.) reduzieren.

Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Begebung einer Wandelanleihe beliefen sich auf €1,41 Mio. Der Jahresfehlbetrag verringerte sich zum Vorjahr von € 3,19 Mio. um 32,6 % auf € 2,15 Mio.

Im Geschäftsjahr 2005/2006 erwirtschaftete Net Mobile einen operativen Cashflow von €2,18 Mio. (GJ 2004/2005: € -13,03 Mio.), welcher von den Kosten der Umwandlung der Wandelanleihe beeinflusst war und durch die dem Unternehmen liquide Finanzmittel i. H. v. €13,91 Mio. zuflossen.

BERICHTERSTATTUNG NACH SEGMENTEN

Die Net Mobile AG teilt die geschäftlichen Aktivitäten nach zwei Produktgruppen: Media- und Carrierprodukte sowie Reseller & Marketingprodukte auf.

Media- & Carrierprodukte

Das Segment Media- & Carrierprodukte befasst sich hauptsächlich mit Plattformen zur Vermarktung von Mehrwertdiensten. Neben einer vollständigen Service- und Produktpalette bietet Net Mobile den Kunden dieses Segments auch Kompetenz im Bereich Vermarktung. Bei der Mehrzahl dieser Kunden handelt es sich um Fernsehsender wie z. B. RTL II und Inhaltenanbieter (Content Provider).

Im Geschäftsjahr 2005/2006 stieg der Umsatz in diesem Segment von €12,28 Mio. im Vorjahr um 65,7 % auf €20,35 Mio. Per 30. September 2006 hatte der Geschäftsbereich 40,7 % der Net-Mobile-Erlöse erwirtschaftet, nach 37,6 % im Jahr zuvor. Die EBITDA-Marge konnte von -4,4 % im Vorjahr auf 1,4 % gesteigert werden.



Reseller- & Marketingprodukte

Bei den in diesem Segment angebotenen Reseller- und Marketingprodukten geht es vorwiegend um die technische Realisierung der modular aufgebauten Mehrwertdienste von Net Mobile. Kunden sind hauptsächlich Telemedia-Agenturen.

Der Segmentumsatz stieg von €20,40 Mio. um 45,5 % auf €29,69 Mio. im GJ 2005/2006. Zum 30. September 2006 hatte das Segment 59,3 % des Net-Mobile-Gesamtumsatzes erwirtschaftet, nach 62,4 % im Jahr zuvor. Die EBITDA-Marge verbesserte sich von -3,8 % im Vorjahr auf 1,2 %.

Net Mobile konnte in beiden Segmenten ein positives EBITDA-Ergebnis erwirtschaften. Es ist verständlich, dass der Vorstand diesen potenziell margenstarken Segmenten, die voraussichtlich Impulsgeber für die Rentabilität des Konzerns sein werden, eine hohe Priorität einräumt.

ERGEBNISAUSBLICK

Die Geschäftsführung von Net Mobile geht davon aus, dass der Wachstumstrend bei Umsatz und Gewinn auch im Geschäftsjahr 2006/2007 anhalten wird.

Im Jahr 2006 vermeldete Net Mobile den Abschluss einer Exklusivvereinbarung mit Deutschlands drittgrößtem Mobilfunkbetreiber E-Plus, deren Schwerpunkt im Bereich Handyspiele liegt. Neben der Entwicklung bestehender Partnerschaften, die sich auf Musik-Downloads (in voller Länge) konzentrieren, wird diese Kooperation bestimmend für das Umsatzwachstum von Net Mobile im Geschäftsjahr 2006/2007 sein.

Das Management-Team von Net Mobile prognostiziert für das Geschäftsjahr 2006/2007 einen Umsatzzuwachs von rund 42 % gegenüber dem Vorjahr. Das Management rechnet ferner damit, dass durch einen höheren Anteil margenstärkerer Produkte im Geschäftsjahr 2006/2007 die EBITDA- und EBIT-Margen auf 7 bzw. 4 Prozent angehoben werden. Wir erwarten, dass Net Mobile aus den z. T. durch eine künftige Internationalisierung erwirtschafteten Umsatzsteigerungen die Skalenvorteile (economies of scale) hervorkommen werden.



RISIKEN UND PROBLEMFELDER

POLITISCHE RISIKEN

Am 29. November 2006 verabschiedete der Bundestag eine umstrittene Novelle des deutschen Telekommunikationsgesetzes (TKG). Die neuen gesetzlichen Rahmenbedingungen regulieren den größten europäischen Telekommarkt. Mit einem Minutenpreis von max. € 3 legt das Gesetz erstmal eine Höchstgrenze für die Gebühren fest, die Mobilfunk- und Festnetzbetreiber in Deutschland ihren Kunden für die Bereitstellung von Premium-Telefondiensten auf Zeitbasis berechnen dürfen. Zudem müssen sämtliche Gesprächsgebühren, die € 2 pro Minute übersteigen, den Verbrauchern im Voraus mitgeteilt werden.

Nach unserer Einschätzung durchläuft der deutsche Telekommunikationsmarkt gegenwärtig einen Selektionsprozess, durch den unseriöse Anbieter vom Markt verschwinden. Die Änderungen am deutschen Telekommunikationsgesetz dürften für mehr Sicherheit auf dem Markt sorgen und das Verbrauchervertrauen für die Transaktionen über das Mobiltelefon stärken. Aufgrund der neuen gesetzlichen Obergrenzen für Premium-Geprächstarife sind die Tage hochprofitabler Premium-Anrufdienste gezählt. Darüber hinaus stehen Unternehmen auch zunehmend unter Beobachtung und laufen Gefahr, Verbraucher durch die überzogenen Gebühren zu verschrecken.

RISIKEN IM ZUSAMMENHANG MIT TECHNOLOGISCHEN NEUERUNGEN UND ÄNDERUNGEN VON MARKTTRENDS

Der Telekommunikationsmarkt durchläuft gegenwärtig die fundamentalen technologischen Veränderungen. Jedes auf diesem Markt tätige Unternehmen steht unter enormem Druck, sich den wechselnden Trends durch das Anbieten neuer Produkte und Dienstleistungen schnell anzupassen. Auch Net Mobile muss diese Trends und Entwicklungen gewissermaßen voraussehen und das Produkt- und Serviceportfolio genau darauf abstimmen. Ein Scheitern im Bemühen, die für ein Mithalten in dieser beweglichen Branche erforderliche Kapitalausstattung aufrecht zu erhalten, stellt ein ernsthaftes Risiko dar. Ein weiteres Risiko betrifft die Verbraucherakzeptanz für die mobilen Transaktionen. Ob durch den Vertrieb von Klingeltönen, Fotos, Premium SMS oder mobilen Zahlungsvorgängen: Ziel von Net Mobile ist es im Wesentlichen, dem Kunden dabei zu helfen, vom Verkauf mobiler Daten zu profitieren – das Vordringen in diesen Bereich gestaltet sich für große Netzwerke immer noch äußerst schwierig. Vodafone, der weltgrößte Mobilnetzbetreiber, erzielte im zum 30. September 2006 endenden Halbjahreszeitraum 17,8 % seiner globalen Erlöse mit mobilen Daten, SMS eingeschlossen. Ohne SMS lag der mit Datendiensten erwirtschaftete Umsatzanteil bei lediglich 4,5 %. Ganz offensichtlich müssen die meisten Verbraucher sich erst noch an die Idee gewöhnen, das Mobiltelefon als EC- oder Kreditkarte zu betrachten.



RISIKOBEREICH DIGITALE URHEBERRECHTE

Die Risiken in diesem Bereich ergeben sich aus der Komplexität der Fragen rund um die digitale Rechteinhaberschaft, die Anbieter von Inhalten und „Lieferunternehmen“ wie z. B. Telekommunikationsfirmen erst jetzt zu organisieren und regulieren beginnen. Dies trifft besonders auf die Ermittlung und Verteilung von Urheberrechtsgebühren aus dem Verkauf von Musik- und Videodownloads zu. Aus diesem Grund hat Net Mobile eine transparente Plattform zur Abrechnung von Urheberrechtsgebühren entwickelt. Inhaber von Musik-Urheberrechten können so den komplizierten Verlauf von Copyright-Transaktionen verfolgen, welche durch legale Musik- oder Videodownloads ausgelöst werden. Ein weiteres Risiko ist die anhaltende Auseinandersetzung zwischen Musik-Inhalteanbietern wie Sony, EMI und Wintrup. Der Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) versucht derzeit, zwischen diesen Anbietern eine entsprechende Einigung über diesen Streitpunkt zu vermitteln. Sollte das allerdings scheitern, könnte es zu einer gerichtlichen Auseinandersetzung kommen, die die Vereinbarungen von Net Mobile mit diesen Unternehmen gefährden würden.

RISIKO DER NICHTZAHLUNG

Net Mobile ist im Sprachtelefonie-Bereich tätig, insbesondere über seine Plattformen, die Premium-Anrufdienste wie 0900-Nummern ermöglichen. Ein Begleitfaktor dieses Geschäfts ist allerdings das Risiko der Nichtzahlung, wenn nämlich einige Kunden nach dem Gesprächsende die Zahlung anfallender Gebühren verweigern oder dazu nicht in der Lage sind. Nichtzahlungen werden in der Regel über ein automatisches System von Mahnungen und Verwarnungen verfolgt; und wenn erforderlich, wird der Vorgang anschließend professionellen Inkassounternehmen übertragen.



BEWERTUNG

Grundlage unserer Bewertung von Net Mobile ist ein zweistufiges Discounted-Cashflow-Modell (DCF-Modell). Unter Verwendung der First-Berlin-Bewertungsmethode, in die unternehmensspezifische Risikofaktoren einfließen, setzen wir die Eigenkapitalkosten (COE) und den WACC auf 13,1 %. Einschließlich einer Nettoliquidität i. H. v. €8,56 Mio. erzielen wir für Net Mobile einen operativen Geschäftswert von €57,58 Mio., was einem Aktienkurs von €10,14 entspricht. Aufgrund unserer aus zehn Faktoren bestehenden Risikoanalyse ergibt sich für Net Mobile die Risikoeinstufung Hoch. Hauptrisiken sind mögliche unvorhersehbare Marktveränderungen sowie falsch ein- bzw. umgesetzte Investitionen, Akquisitionen oder Kooperationen. Vom Geschäftsjahr 2006/2007 bis Geschäftsjahr 2015/2016 rechnen wir mit einer durchschnittlichen EBIT-Marge von 7 %.

Alle Angaben in T€	FY 05/06	FY 06/07E	FY 07/08E	FY 08/09E	FY 09/10E	FY 10/11E	FY 11/12E
Umsätze	50,038	71,704	99,275	114,166	131,291	150,984	173,632
Betriebsergebnis	-2,712	-179	4,964	6,850	9,190	10,569	12,154
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	-2,154	-35	3,465	4,793	6,427	7,431	8,579
+ Abschreibungen	-2,103	-3,334	-4,110	-2,843	-3,007	-3,458	-3,976
= operativer Netto-Cashflow	-50	3,299	7,575	7,635	9,434	10,889	12,555
- Investitionen (Capex und Umlaufvermögen)	-4,446	-8,233	-5,578	-4,153	-4,228	-6,175	-7,102
Capex	-9,735	-5,384	-5,703	-4,977	-3,920	-5,821	-6,694
Umlaufvermögen	5,288	-2,850	125	824	-308	-354	-408
= Free Cashflow (FCF)	-4,497	-4,934	1,997	3,482	5,206	4,714	5,454
Barwert der FCF's	-4,497	-4,498	1,610	2,481	3,278	2,624	2,684

Alle Angaben in T€	
Diskontierter Wert aller zukünftigen CF	37,114
Terminale EBIT-Marge	5%
Wert des operativen Geschäftes	57,587
+ Liquide Mittel - Wert des Fremdkapitals (2007E)	-8,562
Unternehmenswert	66,149

Wert je Aktie in €	10.14
--------------------	-------

Sensitivitätsanalyse

Wert je Aktie in €

		Terminale EBIT-Marge						
		2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
WACC	9.1%	15.38	15.94	16.65	17.59	18.90	20.84	24.03
	10.1%	13.50	13.87	14.34	14.94	15.73	16.84	18.48
	11.1%	11.97	12.23	12.55	12.94	13.45	14.12	15.05
	12.1%	10.72	10.90	11.12	11.39	11.72	12.14	12.71
	13.1%	9.67	9.80	9.96	10.14	10.36	10.64	11.00
	14.1%	8.79	8.88	8.99	9.12	9.27	9.46	9.70
	15.1%	8.03	8.10	8.18	8.27	8.38	8.51	8.66
	16.1%	7.38	7.43	7.49	7.55	7.63	7.72	7.83



ANLAGEEMPFEHLUNG

Wir nehmen unsere Berichterstattung über Net Mobile mit einer BUY-Empfehlung auf. Unser Kursziel von € 10,15 basiert auf unserem zweistufigen DCF-Modell und entspricht einem Aufwärtspotenzial von 45,0 %. Das umfangreiche Portfolio sowie eine Reihe von Wettbewerbsvorteilen und der dynamische Markt werden unserer Einschätzung nach der Net Mobile AG in den kommenden Jahren zu kräftigen Zuwachsraten verhelfen.

Ein kurzfristiger Impulsgeber wird die verstärkte Aktivität im Medien- und Sprachsektor sein. Langfristig wird der Einstieg von Net Mobile in das Geschäft mit Musik- und Spieledownloads als Kurskatalysator fungieren.

Marktbestimmend ist derzeit die steigende Nachfrage nach Hochleistungslösungen für Mobiltelefone. Dennoch ist mit der Verbreitung von Hochgeschwindigkeits-Mobilfunknetzen, die erst noch am Anfang stehen, eine Reihe von Risiken verbunden.

Entsprechende Standards, die künftig eine entscheidende Rolle spielen werden, sind noch nicht vollständig etabliert. Heutige Marktteilnehmer sind daher gezwungen, in eine breite Palette unterschiedlicher Technologien zu investieren und sind künftigen, unerwarteten Nachfrageverschiebungen am Markt ausgeliefert.

Aus diesen Gründen haben wir Net Mobile die Risikoeinstufung Hoch gegeben.



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Angaben in T€	FY 04/05	FY 05/06	FY 06/07E	FY 07/08E	FY 08/09E	FY 09/10E	FY 10/11E
Umsatzerlöse	32,684	50,038	71,704	99,275	114,166	131,291	150,984
Herstellungskosten	-27,304	-40,486	-55,735	-74,489	-85,841	-98,387	-113,145
Bruttogewinn	5,380	9,552	15,970	24,786	28,325	32,904	37,839
Vertriebsaufwendungen	-4,642	-6,457	-8,918	-11,054	-12,644	-14,688	-16,891
Abschreibung auf Geschäfts- und Firmenwerte	-948	-2,103	-3,334	-4,110	-2,843	-3,007	-3,458
Wertberichtigungen	-756	-2,012	-1,757	-2,432	-2,740	-3,151	-3,624
Allgemeine Verwaltung	-1,088	-1,284	-1,411	-1,438	-2,427	-2,009	-2,396
F&E Aufwendungen	-938	-579	-586	-589	-593	-596	-600
Andere Aufwendungen	-119	-120	-143	-199	-228	-263	-302
Betriebsergebnis	-3,111	-2,712	-179	4,964	6,850	9,190	10,569
Finanzergebnis	-139	179	127	206	302	401	521
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-1	-1,413	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (und Minderheitsanteilen)	-3,254	-3,946	-53	5,170	7,152	9,591	11,090
Steuern vom Einkommen und Ertrag	61	1,670	17	-1,706	-2,360	-3,165	-3,660
Minderheitsanteile	0	122	0	1	1	1	1
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	-3,194	-2,154	-35	3,465	4,793	6,427	7,431
Gewinn pro Aktie (GpA)	-0.74	-0.33	-0.01	0.53	0.73	0.99	1.14
EBITDA	-1,288	1,524	5,055	11,704	12,661	15,610	17,952
Kennzahlen							
Bruttogewinnmarge	16.5%	19.1%	22.3%	25.0%	24.8%	25.1%	25.1%
EBIT-Marge	-9.5%	-5.4%	-0.3%	5.0%	6.0%	7.0%	7.0%
EBITDA-Marge	-3.9%	3.0%	7.1%	11.8%	11.1%	11.9%	11.9%
Nettogewinnmarge	-9.8%	-4.3%	0.0%	3.5%	4.2%	4.9%	4.9%
Steuerrate	1.9%	42.3%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
Aufwand in % vom Umsatz							
Personal	14.2%	12.9%	12.4%	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%
Abschreibung auf Geschäfts- und Firmenwerte	2.9%	4.2%	4.7%	4.1%	2.5%	2.3%	2.3%
Wertberichtigungen	2.3%	4.0%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
Sonstige	3.3%	2.6%	2.0%	1.4%	2.1%	1.5%	1.6%
Jährl. Wachstum							
Umsatzerlöse	1.7%	53.1%	43.3%	38.5%	15.0%	15.0%	15.0%
Betriebsergebnis	43.4%	12.8%	93.4%	2869.0%	38.0%	34.2%	15.0%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	46.1%	32.6%	98.4%	9906.7%	38.3%	34.1%	15.6%



BILANZ-ANALYSE

Angaben in T€	FY 04/05	FY 05/06	FY 06/07E	FY 07/08E	FY 08/09E	FY 09/10E	FY 10/11E
Aktiva							
Summe kurzfristige Vermögenswerte	16,310	24,888	27,313	29,707	27,599	36,839	45,077
Zahlungsmittel	6,335	13,911	8,562	11,739	14,773	22,090	28,115
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,062	8,608	14,843	14,223	10,152	11,675	13,426
Steuerforderungen	129	333	574	550	392	451	519
Vorräte	0	98	179	172	123	141	162
Sonstige kurzfristige Vermögensgegenstände	5,783	1,938	3,155	3,023	2,158	2,482	2,854
Summe langfristige Vermögenswerte	11,929	22,971	25,452	25,860	28,412	27,224	28,287
Sachanlagen	607	1,499	2,151	2,780	3,425	3,939	4,530
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,772	17,387	18,784	19,749	21,238	21,638	23,410
Finanzanlagen	0	250	250	250	250	250	250
Aktive latente Steuern	1,551	3,744	4,159	2,978	3,425	1,313	0
Sonstige Vermögensgegenstände	0	91	108	103	74	85	97
Aktiva	28,239	47,859	52,764	55,566	56,010	64,063	73,363
Passiva							
Kurzfristige Verbindlichkeiten	4,722	10,050	14,319	13,984	10,354	11,907	13,694
Verbindlichkeiten aus LuL	3,636	8,535	12,190	11,681	8,338	9,588	11,027
Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen	0	52	79	76	54	62	71
Sonstige kurzfristige Rückstellungen	929	431	617	854	982	1,129	1,298
Sonstige Steuerverbindlichkeiten	0	552	717	687	490	564	649
Sonstige Verbindlichkeiten	157	480	717	687	490	564	649
Langfristige Verbindlichkeiten	738	1,294	2,151	2,061	1,471	1,692	1,946
Sonstige Verbindlichkeiten	157	480	717	687	490	564	649
Summe Eigenkapital	22,779	36,160	36,125	39,590	44,383	50,810	58,241
Gezeichnetes Eigenkapital	4,324	6,524	6,524	6,524	6,524	6,524	6,524
Kapitalrücklage	21,649	31,790	31,790	31,790	31,790	31,790	31,790
Verlust- / Gewinnvortrag	-3,194	-2,154	-2,189	1,276	6,069	12,496	19,927
Minderheitsanteile	0	355	355	354	353	352	351
Passiva	28,239	47,859	52,764	55,566	56,010	64,063	73,363
Kennzahlen							
Verhältnis zwischen Umlaufvermögen und kurzfristigen Schulden	3.45	2.48	1.91	2.12	2.67	3.09	3.29
Verhältnis des Umlaufvermögens zu den laufenden Verbindlichkeiten	2.20	2.24	1.63	1.86	2.41	2.84	3.03
Eigenkapitalquote	80.7%	76.3%	68.8%	71.1%	78.9%	78.8%	78.7%
Verschuldungsgrad	3.2%	3.5%	5.9%	5.2%	3.3%	3.4%	3.4%
Eigenkapital je Aktie	5.27	5.54	5.51	6.00	6.72	7.68	8.79
Nettverbindlichkeiten	-6,335	-13,911	-8,562	-11,739	-14,773	-22,090	-28,115
Zinsaufwandverhältnis	0	0	-18	428	705	1056	1056
Eigenkapitalrendite	-31.2%	-7.3%	-0.1%	9.1%	11.5%	13.6%	13.7%
Lagerumschlagsquote (in Tagen)	2	2	3	3	2	2	2
Eigenkapital	22,779	36,160	35,939	39,167	43,831	50,111	57,373



CASHFLOW-ANALYSE

All figures in T€	FY 04/05	FY 05/06	FY 06/07E	FY 07/08E	FY 08/09E	FY 09/10E	FY 10/11E
Nettoeinkommen	-3,194	-2,154	-35	3,465	4,793	6,427	7,431
Abschreibungen	948	2,103	3,334	4,110	2,843	3,007	3,458
Investitionen in Umlaufvermögen	-4,215	5,288	-2,850	125	824	-308	-354
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-13,030	5,486	35	8,880	8,012	11,236	11,846
Investitionsaufwand (CAPEX)	-96	-9,735	-5,384	-5,703	-4,977	-3,920	-5,821
Free Cashflow	-14,088	-4,249	-5,349	3,177	3,034	7,317	6,025
Veränderung der liquiden Mittel	572	7,575	-5,349	3,177	3,034	7,317	6,025
Liquide Mittel am Anfang des Geschäftsjahres	267	6,335	13,911	8,562	11,739	14,773	22,090
Liquide Mittel am Ende des Geschäftsjahres	6,335	13,910	8,562	11,739	14,773	22,090	28,115
Cashflow pro Aktie in €	n.a.	-0.65	-0.82	0.49	0.47	1.12	0.92
Jährl. Wachstum							
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	n.a.	142.1%	-99.4%	25598.8%	-9.8%	40.3%	5.4%
Free cashflow	n.a.	69.8%	-25.9%	159.4%	-4.5%	141.1%	-17.6%
Cashflow pro Aktie	n.a.	142.1%	-99.4%	25598.8%	-9.8%	40.3%	5.4%



Ellis Acklin
Wladislaw Guentner

First Berlin
Equity Research GmbH

Lennéstrasse 9
10785 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 93 96 90
Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com
www.firstberlin.com

FIRST BERLIN-GRUNDSÄTZE

Im Bestreben, die Unabhängigkeit der Berichte von First Berlin zu gewährleisten, verpflichten sich sowohl die Analysten als auch das Unternehmen selbst, die Wertpapiere besprochener Unternehmen weder zu besitzen noch mit ihnen zu handeln. Darüber hinaus ist die Vergütung der Analysten weder direkt an bestimmte finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt. Die Vergütung der Analysten erfolgt anhand einer breiten Palette von Richtgrößen. Zudem erhält First Berlin von den behandelten Unternehmen keinerlei Aufwandsentschädigungen für das Abfassen dieses Berichts.

ERKLÄRUNG DES/DER ANALYSTEN

Wir, Ellis Acklin und Wladislaw Guentner, erklären hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen unsere persönlichen und beruflichen Ansichten über das untersuchte Unternehmen darstellen. Zudem erklären wir, dass unsere Vergütung weder direkt an spezifische finanzielle Transaktionen (inklusive Börsenumsätze und Vermögensverwaltungsgebühren) gekoppelt ist noch in direkter oder indirekter Weise an spezifische Empfehlungen bzw. Ansichten, die Teil dieser Untersuchung sind. Auch besitzen wir keine Anteile an dem besprochenen Unternehmen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung. Unsere Empfehlungen, die sich nach der von uns erwarteten Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) in dem jeweils angegebene Jahr bestimmen, lauten wie folgt:

BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 15 %
HOLD: erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 15 %
SELL: erwartete negative Wertentwicklung

Unsere Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch acht Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit sowie sonstige unternehmensspezifische Risiken. Diese Risikofaktoren haben Eingang in unsere Bewertungsmodelle gefunden und sind daher in unseren Kurszielen enthalten. Unsere Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

Bis 30. Juni 2005 gliederte sich First Berlins System zur Anlagebewertung in fünf Kategorien. Seine Funktion war es, die von uns erwartete Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) für das jeweilige Jahr wiederzugeben. Unsere Anlageempfehlungen lauteten wie folgt: STRONG BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 20%, BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 10%, HOLD: marktgerechte Bewertung, REDUCE: erwartete negative Wertentwicklung zwischen -10 und 0 Prozent, SELL: erwartete negative Wertentwicklung von mehr als 15 %. Darüber hinaus empfahlen wir als SPECULATIVE BUY solche Aktien, die unserer Auffassung nach das Potenzial besaßen, um 50 % oder mehr im Wert zu steigen, für die wir aber gleichzeitig eine außergewöhnlich hohe Volatilität annahmen (Auf- bzw. Abwärtsbewegung 50 % oder mehr). Unsere Kategorien zur Risikobewertung lauteten Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie wurden gemäß erwarteter Kursschwankungen, der Bilanzstärke und der Vorhersagbarkeit der Erträge vergeben.

ZUSATZERKLÄRUNGEN

Dieser Bericht stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren in einer Rechtsordnung dar, in der ein solches Angebot unrechtmäßig wäre. Er stellt auch keine Aufforderung zum Handeln auf Grundlage der gegebenen Informationen dar. Das enthaltene Material dient der allgemeinen Information der Kunden von First Berlin. Es berücksichtigt nicht die besonderen Anlageziele, finanziellen Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Kunden. Bevor ein Kunde aufgrund der in diesem Bericht enthaltenen Ratschläge oder Empfehlungen tätig wird, sollte er prüfen, ob sie auf seine persönliche Situation zugeschnitten sind und gegebenenfalls fachkundigen Rat einholen. Das Material beruht auf Informationen, die wir als zuverlässig erachten, deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir aber nicht garantieren und die entsprechend aufzufassen sind. Die geäußerten Ansichten geben unsere zum Zeitpunkt des auf dem Bericht angegebenen Datums aktuellen Überzeugungen wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Copyright© 2007 First Berlin Equity Research GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Kein Teil dieses Berichts darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch First Berlin kopiert, fotokopiert, vervielfältigt sowie weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und Kanada bestimmt. Bei Zitaten bitte First Berlin als Quelle angeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.