

# OPENLIMIT HOLDING AG

SCHWEIZ / SOFTWARE / ELEKTRONISCHE SIGNATURE

Primary Exchange: Berlin-Bremen Standard: Regulated Unofficial Market  
 Symbol: O5H ISIN: CH0022237009

**BEWERTUNG: Buy**  
**KURSZIEL: €3,90**  
**RISIKOBEWERTUNG: Spekulativ**

## AKTUALISIRTER AUSBLICK

### UNTERNEHMENSPROFIL

Die Openlimit Holding AG entwickelt und vermarktet Software-Anwendungen für die elektronische Signatur, Verschlüsselung und verwandte Bereiche. Die gemäß den EU-Sicherheitsstandards (Common Criteria) zertifizierten Softwareprodukte steigern die Sicherheit, Beweisbarkeit und Effizienz von elektronischen Transaktionen, Workflow, Kommunikationsprozessen und Daten. Zum Stichtag 31. Dezember 2006 beschäftigte das Unternehmen 27 Vollzeitmitarbeiter.

### ECKPUNKTE

Openlimit hat seine Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 06 auf € 0,8 Mio. reduziert, was erheblich unterhalb unseres Zielwertes für das Geschäftsjahr 06 i.H.v. €4,03 Mio. angesiedelt ist. Folgerichtig geht das Unternehmen von einem Nettoverlust i. H. v. € 0,62 Mio. aus. Damit wird unsere Prognose für das Nettoergebnis von €0,21 Mio. deutlich verfehlt. Die Einnahmelücke resultiert aus Verzögerungen bei der Produktumsetzung durch Einzelhandelspartner. Darüber hinaus machten erhöhte Sicherheitsanforderungen von Seiten der Partnerunternehmen im Bereich Digitale Signatur die Entwicklung weiterer Software durch Openlimit erforderlich, was zusätzliche Zeitverzögerungen beim Marketing nach sich zog.

Unter Berücksichtigung längerer Produktionsentwicklungszyklen sowie der Tatsache, dass die Integration der Openlimit-Produkte in die Einzelhandelspakete seiner Kunden mehr Zeit als von uns und Openlimit zuvor erwartet in Anspruch nimmt, passen wir unsere Finanzprognosen an. Nach eingehender Erörterung dieser Fragen in unserem Branchennetzwerk rechnen wir jetzt - zwölf Monate später als ursprünglich erwartet - mit dem Eintritt in die Gewinnzone.

Vor dem Hintergrund der in 2006 angeschobenen laufenden Projekte halten wir unser mittelfristiges Wachstumsszenario nach wie vor für das Wahrscheinliche. Unsere neuen Umsatzprognosen für das Geschäftsjahr 2007 bzw. 2008 lauten € 4,80 Mio. bzw. € 13,44 Mio. Angesichts der stabilen Kostenstruktur gehen wir davon aus, dass sich die Zuwächse beim Umsatz auch in Steigerungen der EBIT-Marge von 14,0 % im Geschäftsjahr 07 auf 32,0 % in Geschäftsjahr 08 niederschlagen werden.

### ANLAGEEMPFEHLUNG

Da Openlimit seine ursprünglichen Prognosen für das Geschäftsjahr 06 zwar nicht erreicht hat, könnte dies einer ablehnenden Markthaltung Gewicht verleihen. Unseres Erachtens konnte das Unternehmen sein Risikoprofil durch die erfolgreiche Kapitalerhöhung im Juni 2006 und durch Aufbau eines beeindruckenden Vertriebsnetzes im Geschäftsjahr 06 jedoch erheblich verbessern. Zudem gibt es deutliche Anzeichen darauf, dass die geleistete Vorarbeit im laufenden Jahr ihren Niederschlag in den Umsätzen finden wird.

Unter Zuhilfenahme unseres mittelfristigen Wachstumsszenarios und einer Vergleichsgruppenbewertung haben wir eine Bewertung von € 3,87 je Aktie abgeleitet, die dem KGV-Mittelwert der Vergleichsgruppe auf Basis Geschäftsjahr 08 entspricht (18,3). Wir behalten daher unsere BUY-Empfehlung und unsere Risikoeinschätzung SPEKULATIV bei und setzen bei €3,90 (vorher €4,50) ein neues Kursziel an.

### RISIKEN

Risiken für unser Kursziel sind u. a. – aber nicht ausschließlich – Verzögerungen bei Großprojekten, Abschmelzen des gegenwärtigen Wettbewerbsvorsprungs, Aktienverwässerungen sowie eine nur zögerliche Marktakzeptanz von elektronischen Signaturanwendungen.

### TRADING DATA

Marktkapitalisierung (13.02.07)	€53,10 Mio.
Aktien im Umlauf	15,76 Mio.
Schlusskurs (13.02.07)	€3,37
52-Wochen-Höchst/Tiefsturse	€2,20 / 4,74
Free Float (gemäß Unternehmen)	76,0%
Durchschnittliches Tagesvolumen (Jahr)	15.347

### KURSÜBERSICHT



Quelle: Bloomberg & First Berlin

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2005	2006E	2007E	2008E
Umsatz €Mio.	0,18	0,80	4,80	13,44
Jährl. Zuwachs	n.a.	344,8%	500,0%	180,0%
EBIT €Mio.	-3,33	-0,65	0,67	4,30
EBIT Margen	n.a.	-81,3%	14,0%	32,0%
Jahresüberschuss €Mio.	0,44	-0,74	0,54	3,28
GpA €	0,03	-0,05	0,04	0,21
KGV	110,0	n.a.	95,6	15,8

### AKTIENPROFIL (stand 30 Juni 2006, wenn nicht anders angegeben)

Liquide Mittel	CHF 5,52 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	CHF 5,90 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	CHF 1,12 Mio.
Bilanzsumme	CHF 7,13 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	CHF 0,42 Mio.
Eigenkapital	CHF 6,63 Mio.

### KONTAKT

Thomas Winnacker	t.winnacker@firstberlin.com
Wladislaw Guentner	w.guentner@firstberlin.com
Tel +49 (0)30 - 80 93 96 93	Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87



## JÜNGSTE EREIGNISSE

Am 12. Februar veröffentlichte Openlimit eine auf €0,8 Mio. abgesenkte Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 06. Wir haben mit dem Vorstand über den geänderten Unternehmensausblick für das Geschäftsjahr 2007 und 2008 gesprochen und auch die Roadshow vom November Revue passieren lassen. Obwohl der überarbeitete Umsatzzielwert für das Geschäftsjahr 06 gegenüber dem Vergleichswert von 2005 i.H.v. € 0,18 Mio. eine Verbesserung darstellt, liegt er immer noch weit unterhalb den von uns prognostizierten €4,03 Mio. Openlimit erwartet für das Gesamtjahr einen Verlust von netto €0,62 Mio.

Bei Vorlage der Ergebnisse für das 1. Halbjahr 06 im September stellte Openlimit aufgrund mehrerer in der ersten Jahreshälfte unterzeichneter Reseller- und Vertriebsvereinbarungen das Erreichen der Gewinnschwelle zum Jahresende 2006 in Aussicht. Da Gespräche mit Einzelhändlern und Openlimit-Partnern darauf hindeuteten, dass eine Reihe von Projekten bis ins Jahr 2007 verschoben werden würden, waren wir damals allerdings skeptisch.

In der Mitteilung vom 12. Februar vermeldete Openlimit jedoch den Breakeven für den Monat Dezember 2006. Wir sehen dies als positiven Hinweis darauf, dass die Marketingaktivitäten des vergangenen Jahres möglicherweise weiterreichende Früchte tragen werden. Wir bleiben vorsichtig, bis Openlimit für eine komplette Halbjahresperiode entweder ein ausgeglichenes Ergebnis oder einen Nettogewinn ausweist.

Im Dezember beantragte die Geschäftsführung bei der deutschen Finanzaufsicht BaFin für 2007 die Notierungsaufnahme der Openlimit-Aktien am Geregelten Markt. Die damit einhergehenden Offenlegungspflichten werden nach unserem Dafürhalten Openlimits Visibilität erhöhen und künftigen Bewertungen Stabilität verleihen. Wir befürworten einen Wechsel vom Freiverkehr in den Geregelten Markt ausdrücklich.

Openlimit hat im Geschäftsjahr 06 vier seiner fünf strategischen Ziele erreicht. Durch den Abschluss von „Reseller“- und Kooperationsvereinbarungen, bei denen Kunden die Openlimit-Produkte als Teil ihrer Einzelhandelspakete anbieten, konnte es seinen Distributorenstamm erweitern. Marketing-Schlüsselpartner sind nunmehr u. a. Adobe Systems Inc., Fujitsu Siemens und PC-Ware. Vor allem unterstützte Openlimit jedoch durch den gemeinsamen Auftritt auf wichtigen Handelsmessen und anderen Events seine größten Marketingpartner aktiv. So nahm Openlimit z. B. an der Einführungstour (Launch Tour) von Adobes Acrobat 8.0 im Oktober und November 2006 teil. Openlimit wird Teilnehmer der ersten Berliner Signaturkonferenz am 28. Februar sein und seine Produkte auf der ersten von Adobe gesponserten PDF/A-Konferenz im März 2007 vorstellen.

Darüber hinaus erweiterte das Unternehmen durch den Vertrieb von einzelhandelsfertigen Produkten an eine Reihe von Endverbraucherkunden im Bereich der elektronischen Signatur auch den Kreis seiner „Referenzkunden“. Die im März 2006 mit der DFS Deutsche Flugsicherung getroffene Vereinbarung wurde für Openlimit zum Türöffner bei weiteren Kunden. Seit November 2006 gehört zu Openlimits Kundenstamm auch das Bundessortenamt. Diese Behörde ist für die Zulassung neuer Pflanzensorten und den Sortenschutz zuständig.



Für Ausschreibungen öffentlicher und privatwirtschaftlicher Großprojekte im Bereich der Elektronischen Signatur gab Openlimit 2006 zahlreiche Angebote ab. Darüber hinaus erhielt das Unternehmen für seine Software eine weitere Zertifizierung – ein Beweis für die Effektivität anhaltender Forschungs- und Entwicklungsanstrengungen.

Das fünfte Ziel für 2006, mit seinen Produkten den erfolgreichen Einstieg in den Massenmarkt zu erreichen, verfehlte Openlimit jedoch. Zwar konnte das Unternehmen 2006 den Stamm seiner Reseller- und Referenzkunden vergrößern – dieses waren allerdings Einzelkunden mit ganz speziellen Bedürfnissen. Mit zunehmender Entwicklung des Marktes hofft Openlimit, einen großflächigeren Vertrieb für seine Produkte zu erreichen.

Im Dezember 2006 formulierte Openlimit eine Reihe neuer Ziele für das Geschäftsjahr 07. Dazu gehören u. a.:

- a) die Zertifizierung der Software durch PriceWaterhouse Coopers bis Ende Q1/07
- b) ein zertifizierter Upgrade seiner Software Openlimit Signature Suite 2.0 auf die Version v2.16 zur Unterstützung zusätzlicher Hardware und Verbesserung der Benutzerfreundlichkeit bis März 2007
- c) ein allgemeiner Upgrade seiner Software auf die Version v3.0 zur Unterstützung der Betriebssysteme Solaris, Unix und Linux, die auf der diesjährigen Cebit im März präsentiert werden soll
- d) Ausdehnung der Marketingaktivitäten auf Asien sowie Nord- und Südamerika

All diese Entwicklungen dürften den bereits bestehenden technischen Vorsprung des Unternehmens im Bereich von Anwendungen der Elektronischen Signatur und Verschlüsselung weiter absichern.

## AUSBLICK

Die Unternehmensführung konnte im Geschäftsjahr 06 mehr strategische Vertriebsvereinbarungen abschließen, als wir erwartet hatten. Als besonders erfreulich sehen wir die Entwicklung der Partnerschaft mit Adobe. Allerdings haben wir wohl bislang unterschätzt, wie lange es dauert, bis eine Kooperationsvereinbarung ihre Auswirkungen auf die Umsatzentwicklung zeigt. Obwohl Openlimits Produkte reif für den Einzelhandel sind, nimmt die Integrationszeit in die Einzelhandelspakete der Kunden doch mehr Zeit in Anspruch, als Openlimit oder wir erwartet hatten. Als ein Beispiel dafür kann die im März 2006 unterzeichnete Partnerschaft mit der SER Solutions GmbH dienen. Die Entwicklung des einzelhandelsfertigen, voll integrierten Produktes PRODEA, das bereits im November 2006 auf der Handelsmesse Moderner Staat präsentiert worden war, nahm gut acht Monate in Anspruch. Für Vermarktung und Vertrieb an Einzelhandelskunden veranschlagen wir deshalb ein weiteres halbes Jahr.



Grundlage unserer vorherigen Prognosen für das Geschäftsjahr 07 war die Fokussierung von Openlimit auf deutsche E-Government-Projekte wie BundOnline 2005. Wir sind auch weiterhin der Auffassung, dass Projekte der öffentlichen Hand für den Löwenanteil der Umsatzerlöse in Geschäftsjahr 07 verantwortlich zeichnen werden. Zugleich gehen wir aber davon aus, dass Kunden aus dem privaten Sektor einen höheren Umsatzanteil als in der Vergangenheit beisteuern werden. Zu den wichtigsten Kunden aus der Privatwirtschaft zählen der Deutsche Sparkassenverlag, Fujitsu Siemens, Adobe und PC-Ware.

Der Vorstand korrigierte die Erwartungen und sieht den Umsatz für das Geschäftsjahr 07 zwischen €3,14 Mio. und €7,84 Mio., die Einnahmen für Geschäftsjahr 08 zwischen €7,91 Mio. und €19,79 Mio. Wir verfolgen aus zwei Gründen einen konservativeren Ansatz: Zum einen enthalten die genannten Prognosen Vereinbarungen, die zwar mündlich, aber nicht schriftlich fixiert sind; diese werden von uns als ausstehende Aufträge, nicht als Umsatz, behandelt. Zum anderen sind die künftigen Preise für Openlimit-Produkte schwer einzuschätzen, da die Software des Unternehmens vorwiegend als Teil größerer Bündel verkauft wird und der Preis je nach Kunde variiert. Wir haben die Vorstandsprognosen mit durchschnittlich 12 % in Geschäftsjahr 07 und 4 % im Geschäftsjahr 08 reduziert. Unsere daraus resultierenden Umsatzprognosen umfassen eine Bandbreite von €2,80 Mio. bis €6,80 Mio. für Geschäftsjahr 07 sowie von €7,00 Mio. bis €20,40 Mio. für das Geschäftsjahr 08.

Wir haben drei Wachstumsszenarien zur Anwendung gebracht. Beim Szenario mit der geringsten von uns angenommenen Wachstumsrate rechnen wir für das Unternehmen im Geschäftsjahr 07 mit einem Umsatzanstieg von 250 % auf €2,80 Mio. Weitergehend wachsen die Erlöse im Geschäftsjahr 08 um 150 % auf €7,00 Mio.. Dies würde zu einem Nettogewinn mit einer EBIT-Marge von 17 % im Geschäftsjahr 08 führen.

Das Szenario mit der höchsten von uns angenommenen Wachstumsrate geht für das Geschäftsjahr 07 von einem Umsatzplus von 750 % auf €6,80 Mio. und für das Geschäftsjahr 08 von weiteren 200 % auf €20,40 Mio. aus. In diesem Szenario erreicht die EBIT-Marge im Geschäftsjahr 07 22,0 % und im Geschäftsjahr 08 35 %. Diese Kennzahlen halten einem Vergleich mit börsennotierten Unternehmen wie SAP stand, die im Geschäftsjahr 06 eine operative Marge von 27 % ausgewiesen und für das Geschäftsjahr 07 eine Unternehmenserwartung von 26 % bis 27 % veröffentlicht hat.

Unser mittleres Wachstumsszenario siedelt die Geschäftsjahr 07-Erlöse jenseits von € 4,80 Mio. an. Dies ist nach unserem Dafürhalten das realistischste Szenario, da die im vergangenen Jahr von Openlimit initiierten laufenden Projekte Erlöse abzuwerfen beginnen. Angesichts unserer konservativen Kostenprognose rechnen wir mit einem Anstieg der EBIT-Marge von 14,0 % im Geschäftsjahr 07 auf 32,0 % im Geschäftsjahr 08.



## BEWERTUNG & ANLAGEEMPFEHLUNG

Die Anwendung einer Discounted-Cashflow (DCF-) Bewertung von Openlimit ist vor dem wirtschaftlichen Hintergrund nicht sinnvoll. Der vom Unternehmen erwirtschaftete freie Cashflow, erreicht nicht die kritische Größe, um eine angemessene Aussagekraft zu entfalten. Wir halten daher an unserem bereits vorhandenen KGV-getriebenen Bewertungsansatz fest. Bei dieser Methode kommen unsere alternativen Wachstumsszenarien für Openlimit in Kombination mit einer Vergleichsgruppenanalyse von Umsatzzuwachs und EBIT-Marge zum Einsatz.

Durch den Abwärtsdruck des vergangenen Jahres fiel die Openlimit-Aktie von einem bei €4,95 markierten Hoch auf einen Tiefstand bei €2,20. Damit lag das Tief um rund 4,8 % unterhalb des 2005er IPO-Kurses, worin sich die Sorge der Anleger darüber spiegelt, dass das Unternehmen seine ursprünglichen Ziele für das Geschäftsjahr 06 auch erreichen kann. Im Gefolge des starken Aufgebots an Resellern aus der jüngsten Vergangenheit, der Präsenz des Unternehmens auf Messen sowie dem finanziellen Breakeven im Dezember erfreute sich das Papier jedoch erneuten Anlegerinteresses. Zwar haben die von Openlimit verfehlten Prognosen für das Geschäftsjahr 06 der ablehnenden Haltung der Märkte Gewicht verliehen, jedoch konnte das Unternehmen durch erfolgreiche Kapitalerhöhungen und den Aufbau eines eindrucksvollen Vertriebsnetzes in Geschäftsjahr 06 sein Risikoprofil verbessern.

Zu den Risikofaktoren für Openlimit zählen u. a. langwierige Entwicklungszyklen, eine länger als erwartet andauernde Integrationszeit bei Software-Vereinbarungen sowie unerwartete Verzögerungen bei der Eingliederung der Openlimit-Software in die bestehenden IT-Produktpakete seiner Kunden.

Wir halten unser mittleres Wachstumsszenario für das Wahrscheinlichste. Mithilfe unserer beschriebenen Vergleichsgruppenanalyse haben wir unter Verwendung eines Multiplikators von 18,3 - der dem KGV-Mittel der Vergleichsgruppe für das Geschäftsjahr 08 entspricht - einen Wert von €3,89 pro Aktie ermittelt.

Wir bestätigen daher bei spekulativer Risikoeinstufung unsere BUY-Empfehlung und setzen bei €3,90 ein neues Kursziel (reduziert von €4,50).



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGS SZENARIEN

### SZENARIO 1 - GERINGES WACHSTUM

€ Mio.	2005	2006E	2007E	2008E
<b>Umsatz</b>	<b>0,18</b>	<b>0,80</b>	<b>2,80</b>	<b>7,00</b>
<i>Jährl. Zuwachs</i>		344,8%	250,0%	150,0%
Neues eingebrachtes Kapital	0,00	0,90	1,12	1,40
Mitarbeiter	-1,25	-0,68	-1,26	-1,40
Forschung und Entwicklung	0,00	-0,90	-1,12	-1,40
Betriebskosten	-0,51	-0,27	-0,34	-0,70
Absatz, Material, etc.	-0,09	-0,39	-0,98	-2,45
<b>EBITDA</b>	<b>-1,68</b>	<b>-0,53</b>	<b>0,22</b>	<b>2,45</b>
<i>EBITDA Marge</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	8,0%	35,0%
Abschreibung, Veräußerung	-1,65	-0,12	-0,56	-1,26
<b>EBIT</b>	<b>-3,33</b>	<b>-0,65</b>	<b>-0,34</b>	<b>1,19</b>
<i>EBIT Marge</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-12,0%	17,0%
Zinsen & Steuern	-0,10	-0,09	0,01	-0,16
Außerordentlicher Ertrag / Aufwand	3,87	0,00	0,00	0,00
<b>Nettoeinkommen</b>	<b>0,44</b>	<b>-0,74</b>	<b>-0,33</b>	<b>1,03</b>
<i>Netto Marge</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-11,8%	14,7%
<b>GpA (basic)</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,07</b>
<b>GpA (vollständig verwässert)</b>				

### SZENARIO 2 - MITTLERES WACHSTUM

€ Mio.	2005	2006E	2007E	2008E
<b>Umsatz</b>	<b>0,18</b>	<b>0,80</b>	<b>4,80</b>	<b>13,44</b>
<i>Jährl. Zuwachs</i>		344,8%	500,0%	180,0%
Neues eingebrachtes Kapital	0,00	0,90	1,20	2,42
Mitarbeiter	-1,25	-0,68	-1,44	-2,69
Forschung und Entwicklung	0,00	-0,90	-1,20	-2,42
Betriebskosten	-0,50	-0,27	-0,48	-1,08
Absatz, Material, etc.	-0,11	-0,39	-1,34	-3,36
<b>EBITDA</b>	<b>-1,68</b>	<b>-0,53</b>	<b>1,54</b>	<b>6,32</b>
<i>EBITDA Marge</i>	<i>na</i>	-66,3%	32,0%	47,0%
Abschreibung, Veräußerung	-1,65	-0,12	-0,86	-2,02
<b>EBIT</b>	<b>-3,33</b>	<b>-0,65</b>	<b>0,67</b>	<b>4,30</b>
<i>EBIT Marge</i>	<i>na</i>	-81,3%	14,0%	32,0%
Zinsen & Steuern	-0,10	-0,09	-0,13	-1,02
Außerordentlicher Ertrag / Aufwand	3,87	0,00	0,00	0,00
<b>Nettoeinkommen</b>	<b>0,44</b>	<b>-0,74</b>	<b>0,54</b>	<b>3,28</b>
<i>Netto Marge</i>	<i>na</i>	-92,5%	11,3%	24,4%
<b>GpA (basic)</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,21</b>
<b>GpA (vollständig verwässert)</b>				

### SZENARIO 3 - GROSSES WACHSTUM

€ Mio.	2005E	2006E	2007E	2008E
<b>Umsatz</b>	<b>0,18</b>	<b>0,80</b>	<b>6,80</b>	<b>20,40</b>
<i>Jährl. Zuwachs</i>		344,8%	750,0%	200,0%
Neues eingebrachtes Kapital	0,00	0,90	1,36	3,06
Mitarbeiter	-1,25	-0,68	-1,70	-4,49
Forschung und Entwicklung	0,00	-0,90	-1,36	-3,06
Betriebskosten	-0,50	-0,27	-0,54	-1,02
Absatz, Material, etc.	-0,11	-0,39	-1,70	-3,67
<b>EBITDA</b>	<b>-1,67</b>	<b>-0,53</b>	<b>2,86</b>	<b>11,22</b>
<i>EBITDA Marge</i>	<i>na</i>	-66,3%	42,0%	55,0%
Abschreibung, Veräußerung	-1,65	-0,12	-1,36	-4,08
<b>EBIT</b>	<b>-3,33</b>	<b>-0,65</b>	<b>1,50</b>	<b>7,14</b>
<i>EBIT Marge</i>	<i>na</i>	-81,3%	22,0%	35,0%
Zinsen & Steuern	-0,10	-0,09	-0,29	-1,59
Außerordentlicher Ertrag / Aufwand	3,87	0,00	0,00	0,00
<b>Nettoeinkommen</b>	<b>0,44</b>	<b>-0,74</b>	<b>1,20</b>	<b>5,55</b>
<i>Netto Marge</i>	<i>na</i>	-92,5%	17,7%	27,2%
<b>GpA (basic)</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,08</b>	<b>0,36</b>
<b>GpA (vollständig verwässert)</b>				



## SZENARIO TREIBER

### Umsatzwachstum (y-o-y %)

Gj	Gering	Mittel	Hoch
05/06	344,8%	344,8%	344,8%
06/07	250,0%	500,0%	750,0%
07/08	150,0%	180,0%	200,0%

### Eingebrachtes Kapital (% auf Umsatz)

Gj	Gering	Mittel	Hoch
2006	112,5%	112,5%	112,5%
2007	40,0%	25,0%	20,0%
2008	20,0%	18,0%	15,0%

### Mitarbeiter (% auf Umsatz)

Gj	Gering	Mittel	Hoch
2006	85,0%	85,0%	85,0%
2007	45,0%	30,0%	25,0%
2008	20,0%	20,0%	22,0%

### Betriebskosten (% auf Umsatz)

Gj	Gering	Mittel	Hoch
2006	33,1%	33,1%	33,1%
2007	12,0%	10,0%	8,0%
2008	10,0%	8,0%	5,0%

### Absatz, Material, etc. (% auf Umsatz)

Gj	Gering	Mittel	Hoch
2006	48,1%	48,1%	48,1%
2007	35,0%	28,0%	25,0%
2008	35,0%	25,0%	18,0%

### Abschreibung, Veräußerung (% auf Umsatz)

Gj	Gering	Mittel	Hoch
2006	15,0%	15,0%	15,0%
2007	20,0%	18,0%	20,0%
2008	18,0%	15,0%	20,0%



## PEERGROUP BEWERTUNG

Unternehmen	Beschreibung	Ticker	Aktienkurs	Aktienanzahl	Marktkap	Net debt / (cash)	EV
VASCO	Benutzer Authentifizierung und Fernzugriff (Digipass) Hardware und Software	VDSI US	14,79	36,7	542,7	-20,4	522,3
Certicom	Von NSA genehmigter PKI Software Anbieter für den US-Regierungs-Kommunikationsbereich.	CIC CN	5,90	42,6	251,4	-63,9	187,5
Entrust	Integrierte Authentifizierung und Internet-Sicherheitsunternehmen	ENTU US	4,28	62,5	267,6	-25,2	242,4
Utimaco	Daten- und Transaktions-Schutzmanagement; Hardware- verschlüsselung	USA GR	14,05	14,7	207,2	-30,4	176,8
Secunet	Anbieter für spezielle Problemlösungen (z. Bsp. biometric, epassport applications); elektronische Abrechnung	YSN GR	8,68	6,5	56,4	-4,4	52,0
OPENLiMiT	Elektronische Signatur & Verschlüsselung-Einsatzgebiete	O5H GR	3,20	15,8	50,4	5,5	55,9

Unternehmen	EV / Umsätze				EV/EBITDA				EV / EBIT				P/E			
	2005	2006E	2007E	2008E	2005	2006E	2007E	2008E	2005	2006E	2007E	2008E	2005	2006E	2007E	2008E
VASCO	9,6x	6,6x	4,5x	n.a.	43,4x	n.a.	n.a.	n.a.	47,7x	28,4x	19,0x	n.a.	67,2x	44,8x	30,2x	26,9x
Certicom	13,2x	9,9x	7,9x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,2x
Entrust	2,5x	2,4x	2,0x	n.a.	22,5x	n.a.	n.a.	n.a.	46,9x	n.a.	19,1x	n.a.	38,9x	n.a.	50,4x	61,1x
Utimaco	4,6x	3,9x	3,3x	2,8x	21,8x	16,8x	13,0x	10,2x	24,0x	18,5x	14,3x	11,0x	29,0x	23,2x	19,7x	18,3x
Secunet	1,3x	1,1x	1,1x	n.a.	9,7x	7,7x	6,6x	n.a.	11,7x	8,9x	7,7x	n.a.	13,2x	15,0x	12,8x	12,2x
Durchschnitt	5,3x	4,8x	3,7x	2,8x	24,3x	12,2x	9,8x	10,2x	32,5x	18,6x	15,0x	11,0x	37,06x	27,67x	28,24x	26,16x
Median	3,5x	3,9x	3,3x	2,8x	22,1x	12,2x	9,8x	10,2x	35,4x	18,5x	16,6x	11,0x	33,94x	23,22x	24,92x	18,31x

### OpenLimit - Multiplikatoren

Szenario 1	311,1x	69,9x	20,0x	8,0x	n.a.	n.a.	n.a.	22,8x	n.a.	n.a.	n.a.	47,0x	104,4x	n.a.	n.a.	47,9x
Szenario 2	311,1x	69,9x	11,7x	4,2x	n.a.	-105,5x	36,4x	8,9x	n.a.	-86,1x	83,2x	13,0x	104,4x	-66,7x	90,8x	15,0x
Szenario 3	311,1x	69,9x	8,2x	2,7x	n.a.	-105,5x	19,6x	5,0x	n.a.	-86,1x	37,4x	7,8x	103,8x	-66,7x	41,0x	8,9x

### OpenLimit - Aufschlag/Abschlag in Multiplikatoren zum Peer Group Median

Szenario 1	8667%	1713%	510%	183%	n.a.	n.a.	n.a.	124%	n.a.	n.a.	n.a.	325%	208%	n.a.	n.a.	162%
Szenario 2	8667%	1713%	256%	47%	n.a.	-964%	272%	-13%	n.a.	-566%	401%	18%	208%	-387%	264%	-18%
Szenario 3	8667%	1713%	151%	-3%	n.a.	-964%	100%	-51%	n.a.	-566%	125%	-29%	206%	-387%	65%	-51%

### OpenLimit - Vergleichbare P/E Bewertung

Basierend auf den P/E 2008	1,22	18,31x
Aufschlag/ Abschlag auf die Peer Group	0%	

Basierend auf den P/E 2008	3,89	18,31x
Aufschlag/ Abschlag auf die Peer Group	0%	

Basierend auf den P/E 2008	6,59	18,31x
Aufschlag/ Abschlag auf die Peer Group	0%	



## FIRST BERLIN-ANLAGEEMPFEHLUNG &amp; -KURSZIEL

Bericht Nr.	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung	Zwischenhoch	% Veränderung ggü. Höchstkurs
Initial Report	10. Oktober 2005	€ 4,20	Buy	€ 5,20	-	-
2...1	↓	↓	↓	↓	↓	↓
2	18. Oktober 2005	€ 4,05	Buy	€ 5,20	€ 4,95	22,2%
3	27. März 2006	€ 4,09	Buy	€ 5,00	€ 4,45	8,8%
4	12. Juni 2006	€ 3,80	Buy	€ 4,50	€ 3,90	2,6%
5	Heute	€ 3,37	Buy	€ 3,90	-	-

Quelle: Bloomberg &amp; First Berlin

Thomas Winnacker  
Wladislaw Guentner

First Berlin  
Equity Research GmbH

Lennéstrasse 9  
10785 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 93 96 93  
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, Thomas Winnacker 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 angegebenen 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.