

amalphi AG

Zusammenfassung

- **Überraschender Umsatzrückgang:** Entgegen unseren Erwartungen konnte amalphi den Umsatz im letzten Jahr nicht erhöhen. Stattdessen musste ein deutlicher Erlösrückgang hingenommen werden.
- **Hoher Verlust:** Die reduzierte Einnahmenbasis in Verbindung mit zusätzlichen Kosten durch den Börsengang bescherte dem Unternehmen einen Verlust von -0,6 Mio. Euro, womit fast die Hälfte des Grundkapitals aufgebraucht wurde.
- **Geringe Reserven:** Sowohl die verbliebene Kapitaldecke auch als die Liquiditätsausstattung bieten derzeit wenig Puffer gegen weitere Rückschläge. Deswegen sowie um die Neuausrichtung zu finanzieren, erwägt das Unternehmen weitere Kapitalmaßnahmen.
- **Neuer Vorstand:** Im Laufe des zweiten Halbjahrs 2011 hat sich die Zusammensetzung des Vorstands mehrfach geändert. Seit dem Jahreswechsel wird das Unternehmen von einem Alleinvorstand geführt, der das Geschäftsmodell neu ausrichten soll.
- **Urteil „Verkaufen“:** Aus der Abwägung der bestehenden Risiken und der immer noch ehrgeizigen Bewertung plädieren wir bis auf Weiteres auf „Verkaufen“.

Verkaufen (zuvor: Kaufen)

Kursziel - (under review)
Aktueller Kurs 6,85 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	12,50	13,80	18,15
Tief (Euro)	6,70	6,70	6,70
Performance	-43,4%	-47,3%	-
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	21.351	9.243	32.365

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0008131350 / 813135
Branche	IT-Services
Sitz der Gesellschaft	Hahnstätten
Internet	www.amalphi.de
Ausstehende Aktien	1 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	August 2011
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	6,9 Mio. Euro
Free Float	25,5 %
Rechnungslegung	HGB

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2010	2011	2012e	2013e		
Umsatz (Mio. Euro)	5,1	4,5	4,7	9,4	CAGR Umsatz 10-13 (e)	22,9%
Umsatzwachstum	-10,8%	-11,7%	5,2%	100,0%	CAGR EBIT 10-13 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	0,0	-1,0	-0,03	0,00	CAGR EpS 10-13 (e)	-
EBIT-Marge	0,53%	-23,49%	-0,71%	0,00%		
EpS	0,03	0,03	-0,02	0,00	Enterprise Value (Mio. Euro)	6,4
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	0,5
KUV	1,35	1,53	1,46	0,73	EV / Umsatz 12 (e)	1,4
KGV	236,2	224,6	-	-	EV / EBIT 12 (e)	-
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	13,3

Jüngste Geschäftsentwicklung

Umsatzrückgang

Mit der Vorlage der Abschlusszahlen hat der Spezialist für Wartungs- und Servicedienstleistungen für die IT- und Telekommunikationsinfrastruktur die Erwartungen klar enttäuscht. Statt der von uns prognostizierten Umsatzsteigerung von 5,1 auf 7,1 Mio. Euro musste ein Erlösrückgang auf 4,5 Mio. Euro hingenommen werden. Als wichtige Ursache für den Umsatzrückgang nannte das Unternehmen den Wegfall eines Großkunden, mit dem im Vorjahr noch 2,5 Mio. Euro Erlöst wurden. Doch dieser Effekt war bereits länger bekannt und schon zum Halbjahr, als sich amalphi noch ausgesprochen optimistisch zeigte und ein hohes Umsatzwachstum in Aussicht stellte, mit 1,8 Mio. Euro Volumen wirksam. Insofern dürfte der entscheidende Grund für das Verfehlen der Umsatzerwartungen in dem Einbruch der Neukundengewinnung im zweiten Halbjahr gelegen haben.

Geschäftszahlen	Jahr 2010	Jahr 2011	Änderung
Umsatz	5,06	4,47	-11,7%
EBIT	0,03	-1,05	
Jahresüberschuss	0,01	-0,58	

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Hoher Verlust

Auch das Ergebnis verfehlte deutlich unsere Schätzungen. Nach 13 Tsd. Euro im Vorjahr und knapp 10 Tsd. Euro zum Halbjahr blieb für 2011 unter dem Strich ein Fehlbetrag von 575 Tsd. Euro. Neben den fehlenden Deckungsbeiträgen sorgten dafür auch die Kosten des Börsengangs im letzten Sommer (0,37 Mio. Euro) sowie der geringere Expansionszuschuss des Versicherungspartners. Dieser war aufgrund von verfehlten Wachstumszielen von 1,5 auf 0,25 Mio. Euro zurückgegangen, wobei die letztgenannte Zahl gegenüber den Angaben aus dem Halbjahresbericht eine Rückzahlung impliziert. Ein noch höherer Verlust wurde durch den Darlehensverzicht zweier Großaktionäre verhindert, mit dem ein außerordentlicher Ertrag in Höhe von 620 Tsd. Euro generiert wurde. Dadurch konnte auch ein Verlust von mehr als 50 Prozent des Grundkapitals vermieden werden. Zum Bilanzstichtag beliefen sich die Eigenmittel auf 0,52 Mio. Euro. Gegenüber dem Vorjahr (0,14 Mio. Euro) stellt das zwar eine deutliche Verbesserung dar, die aber hauptsächlich einer Kapitalerhöhung im ersten Halbjahr geschuldet war. Zum Halbjahr 2011 betrug das Eigenkapital hingegen 1,1 Mio. Euro.

Vorstandwechsel

Einher mit der enttäuschenden operativen Entwicklung ging auch ein mehrfacher Vorstandswechsel. Den Anfang macht der Abschied des Gründers und langjährigen Unternehmenschefs Hans-Jürgen Kuhn im September. Im Dezember folgten dann, nach teilweise nur kurzer Amtszeit, zwei weitere Vorstände, so dass seit dem Jahreswechsel das Unternehmen von Klaus-Rüdiger Willer, der dem Gremium seit September 2011 angehört, als Alleinvorstand geführt wird.

Ausblick

Sanierungsmaßnahmen

Die höchste Priorität des neuen Vorstands liegt in der kurzfristigen Stabilisierung der Gesellschaft und der Neuausrichtung des Geschäftsmodells. Dazu gehören die Reduktion des Personalbestandes, die Auflösung der Regionalpräsenzen zugunsten von Homeoffice-Arbeitsplätzen der Vertriebsmitarbeiter, die Neustrukturierung der Prozessabläufe in Servicefällen sowie eine engere Verzahnung und damit eine bessere Kontrolle der Leistungserbringung durch die beauftragten Serviceprovider. Im Vertrieb soll zudem ein höheres Gewicht auf das indirekte Modell, sprich auf die Zusammenarbeit mit Systemhäusern, Resellern und sonstigen Geschäftspartnern gelegt werden. Um die angespannte Liquiditäts- und Kapitallage zu verbessern, wird zudem eine erneute Kapitalerhöhung erwogen. Bezogen auf die Prognose für 2012 wurde das Wachstumsziel zugunsten eines wieder ausgeglichenen Ergebnisses zurückgestellt.

Retrogrades Schätzmodell

Insgesamt aber bleiben die Aussagen des Unternehmens noch sehr vage, weswegen derzeit noch nicht klar erkennbar ist, wie sich amalphi in Zukunft aufstellen will. Vor dem Hintergrund des offensichtlichen Scheiterns des bisherigen Geschäftsmodells und der noch fehlenden Grundlage für neue Schätzungen verzichten wir zum jetzigen Zeitpunkt auf eine eigene schätzungs-basierte Wertermittlung und weichen stattdessen auf ein retrogrades Bewertungsmodell aus. Darin bilden wir beispielhaft eine Geschäftsentwicklung nach, die notwendig wäre, um die gegenwärtige Marktkapitalisierung zu rechtfertigen. Ausgehend von einem Umsatz in 2012 in etwa auf Vorjahresniveau müsste amalphi demnach den Umsatz bis 2019 verzehnfachen und die Nettomarge auf 2,5 Prozent erhöhen. Als Diskontierungszins haben wir dabei 10,9 Prozent unterstellt, worin neben dem risikolosen Zins von 2,5 Prozent und der Risikoprämie von 5,3 Prozent ein Beta von 1,6 eingeflossen ist. Für den Zeitraum ab 2020 wurde ein „ewiges“ Ertragswachstum von 2 Prozent p.a. unterstellt.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Erlöse (Mio. Euro)	4,7	9,4	14,1	19,7	23,7	28,4	34,1	40,9
Erlöswachstum		100%	50,0%	40,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Nettorendite	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	2,5%
Gewinn (Mio. Euro)	-0,02	0,00	0,07	0,20	0,36	0,57	0,85	1,02
Gewinnwachstum		-	-	180%	80,0%	60,0%	50,0%	20,0%

Risiken überwiegen

Wie aus der obigen Tabelle ersichtlich wird, sind die Steigerungsraten von Umsatz und Gewinn, die erforderlich sind, um die gegenwärtige Marktkapitalisierung zu untermauern, zwar anspruchsvoll, aber angesichts der sehr geringen Basis für ein Unternehmen mit einem funktionierenden Geschäftsmodell durchaus erreichbar. Andererseits hat amalphi noch nicht bewiesen, dass das neu justierte Geschäftsmodell nachhaltig tragfähig ist, weswegen wir derzeit auf Verkauf

fen plädieren. Sobald sich eine neue Datenlage ergibt, werden wir dieses Urteil überprüfen.

Fazit

Neues Anlageurteil: „Verkaufen“

Mit der Vorlage der Abschlusszahlen für 2011 hat amalphi die Erwartungen massiv verfehlt. Statt des von uns unterstellten Umsatzwachstums und positiven Ergebnisses musste das Unternehmen deutlich rückläufige Erlöse und einen hohen Verlust einräumen, der fast die Hälfte des Grundkapitals aufgezehrt hat. Der neue Vorstand bemüht sich nun um eine Stabilisierung der Gesellschaft und um eine zukunftsfähige Neujustierung des Geschäftsmodells. Doch solange die Details und die hieraus resultierenden Implikationen für die Ertrags- und Kostenstrukturen nicht klarer erkennbar sind, bestehen noch überdurchschnittliche Risiken. Da zudem die gegenwärtige Marktkapitalisierung trotz der hohen Kursverluste immer noch ein kräftiges Umsatz- und Ertragswachstum impliziert, sehen wir derzeit kaum positives Potenzial für die Aktie. Aus Sicherheitsüberlegungen stufen wir sie deswegen auf Verkaufen herunter.

Anhang

1. Angaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. **Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:**

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des Emittenten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse ist im Auftrag eines Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 3) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt.
- 4) Der Auftraggeber dieser Finanzanalyse hat uns mitgeteilt, dass er Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen hält und diese ggf. im Rahmen der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse platzieren möchte.
- 5) Die Performaxx Research GmbH oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 6) An der Erstellung mitwirkende Personen oder Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 7) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 8) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).
- 9) Sonstige potenzielle Interessenkonflikte: -

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 3)

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um **Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum**. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z.B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
04.10.2011	17,20 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil

- „Kaufen“ ein erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent,
- „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent,
- „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent,
- „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinste künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der

konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung.

Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen 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 Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.

3. Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de