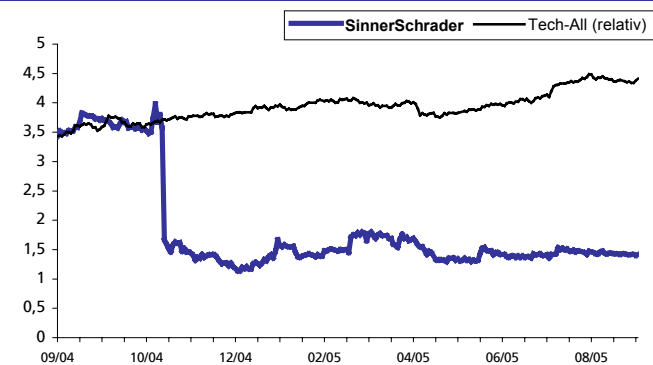


Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Rating: Outperformer (Ersteinschätzung)**Fairer Wert: 2,00 €**

ISIN: DE0005141907 Kurs: 1,41 €
 Reuters: SZZG.DE Tec-AS: 744,85
 Bloomberg: SZZ
 Internet: www.sinerschrader.de
 Segment: Prime Standard
 Branche: Software



Marktkapitalisierung: 16,28 Mio. €
 Hoch / Tief 52 Wochen: 4,02 € / 1,10 €
 Aktienzahl: 11,54 Mio.

Aktionäre: Free Float 46,50%
 M. Schrader 21,50%
 O. Sinner 14,30%
 Mitarbeiter (aus IPO) 4,30%
 Eigene Aktien 1,10%
 Strategischer Investor 12,30%

Termine: Jahresabschluss 2004/05 November 05

Analyst: Frank Biller +49 (40) 30 95 37-14

Institutionelle Kundenbetreuung:

Clemens Schlöter +49 (40) 37 85 52-11
 Johannes Jensen +49 (40) 37 85 52-23
 Henner Rüscheimer +49 (40) 37 85 52-21
 Robert Suckel +49 (40) 37 85 52-22

Strategie

--	-	0	+	++
----	---	---	---	----

Bewertung

--	-	0	+	++
----	---	---	---	----

Performance innerhalb Branche

Under	Market	Out
-------	--------	-----

Performance gegenüber Index

Under	Market	Out
-------	--------	-----

(neu) ■ (alt) ■

Ergebnissprung absehbar**Highlights**

- SinnerSchrader verfügt über sehr gute Referenzen bei der Realisierung erfolgreicher E-Commerce-Plattformen.
- Ab Mitte des nächsten Kalenderjahres ist ein deutlicher Ergebnissprung absehbar, da ein bedeutender Kostenblock für nicht benötigte Raumkapazitäten wegfällt.
- SinnerSchrader verfügt über eine gute Mittelausstattung, die eine unproblematische Finanzierung künftigen Wachstums ermöglicht.
- Das Marktumfeld von SinnerSchrader bleibt wettbewerbsintensiv. Vor diesem Hintergrund sollte das Preisniveau auf niedrigem Level verharren.

Anlageurteil

SinnerSchrader realisierte vor etwas über einem Jahr eine neue Struktur. Diese trug einhergehend mit einer Verbesserung des Marktumfeldes zu einer deutlichen Geschäftsbelebung bei.

Im zum 31.08.05 abgelaufenen Geschäftsjahr sollte SinnerSchrader nach vier Jahren mit Verlusten wieder profitabel operiert haben. Den Jahresumsatz schätzen wir auf 14,1 Mio. €, dies entspricht gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg um gut 14%. Ein weiterer deutlicher Ergebnisanstieg ist aufgrund einer verbesserten Kostensituation absehbar.

Sowohl die Peer-Group-Analyse als auch das DCF-Modell zeigen Bewertungspotenzial auf. Der faire Wert liegt auf Basis unseres Szenarios bei 2,00 € je Aktie. Wir nehmen das Coverage mit Outperformer auf.

Geschäftsjahresende	08/04	08/05e	08/06e	08/07e	CAGR
Umsatz	12,3	14,1	15,6	16,9	11,2%
EBITDA	-0,8	0,6	0,8	1,7	n.m.
Marge	-6,36%	4,32%	5,34%	10,22%	
EBIT	-1,4	0,1	0,3	1,3	n.m.
Marge	-11,49%	0,62%	2,20%	7,77%	
Nettoerg.	-0,5	0,3	0,5	1,3	n.m.
Marge	-4,31%	2,25%	3,49%	7,80%	
EpA	-0,05	0,03	0,05	0,12	n.m.
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,04	n.m.
Rendite	0,00%	0,00%	0,00%	2,87%	
EpA in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 1,41 €					
KUV	1,31	1,14	1,03	0,95	
KGV	n.m.	50,75	29,67	12,18	
EV/Umsatz	0,55	0,48	0,43	0,40	
EV/EBITDA	n.m.	11,06	8,10	3,89	

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Chancen/ Stärken:

- Der Markt, in dem SinnerSchrader tätig ist, weist mittelfristig gute Wachstumsperspektiven auf. Das Internet als Absatzkanal gewinnt weiter an Bedeutung. Das Wachstum des elektronischen Handels wird durch die zunehmende Verbreitung schneller Internetzugänge, weiteres Wachstum der Zahl der Internetnutzer und ausgereifte E-Payment-Systeme forciert. Davon sollte SinnerSchrader durch eine steigende Investitionstätigkeit der Zielkunden profitieren.
- Bei der Realisierung von erfolgreichen E-Commerce-Plattformen, überwiegend für Branchenführer und starke Marken, verfügt SinnerSchrader über eine sehr gute Historie.
- Wir erwarten in näherer Zukunft eine deutliche Ergebnisverbesserung bei SinnerSchrader. Hierzu sollte eine bereits absehbare, ab 01.07.2006 (Q4 des Geschäftsjahres 2005/06) wirksam werdende Reduzierung der Mietaufwendungen (rund 0,8 Mio. € p.a.) beitragen. Zudem sollte der Wegfall von einmaligen Aufwendungen und weiteres Wachstum die Profitabilität verbessern.
- SinnerSchrader verfügt über eine gute Mittelausstattung. Die Nettoliquidität beträgt 9,4 Mio. € (per 31.05.05). Das entspricht 0,83 € je Aktie. Damit ist die Finanzierung weiteren Wachstums gewährleistet. Wir gehen davon aus, dass SinnerSchrader die vorhandenen Mittel auch für akquisitorisches Wachstum nutzt.

Risiken/ Schwächen:

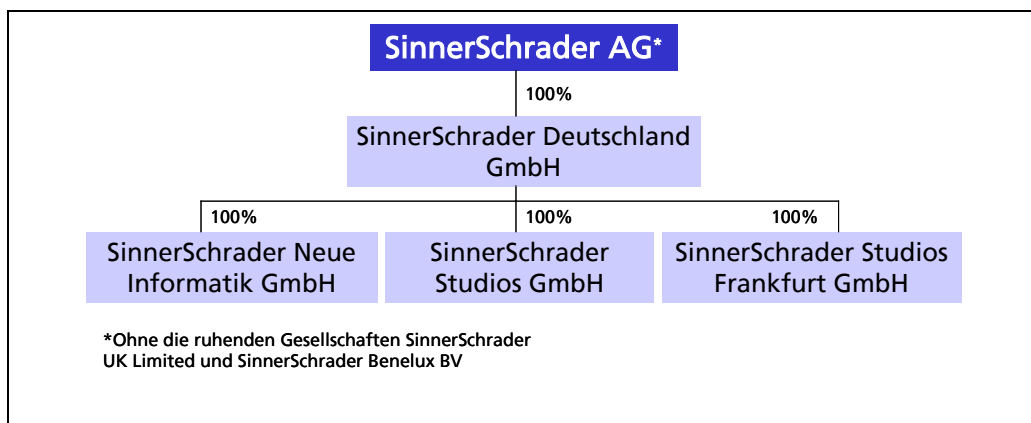
- Das Marktumfeld von SinnerSchrader ist wettbewerbsintensiv. Dies begrenzt aus unserer Sicht zur Zeit das Margenpotenzial.
- Einzelne Kunden tragen zu bedeutenden Anteilen zum Umsatz von SinnerSchrader bei. Durch die Abhängigkeit von einzelnen Kunden ergeben sich Risiken für die Umsatzentwicklung von SinnerSchrader.
- In den Geschäftsjahren nach dem Ende des Booms bei den Internet-Investitionen generierte SinnerSchrader ausschließlich Verluste. Zur Zeit ist die Profitabilität noch gering.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	---------------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Hohe IT-Kompetenz für E-Commerce-Prozesse

SinnerSchrader ist ein Lösungsanbieter für internetbasierte Plattformen für den elektronischen Handel und die interaktive Kommunikation. Das Unternehmen realisiert und betreut überwiegend hochfrequentierte Internetauftritte bzw. Auftritte über die hohe Transaktionsvolumina abgewickelt werden. Hier verfügt das Unternehmen über eine ausgeprägte IT-Kompetenz und das Know-how bezüglich der relevanten Geschäftsprozesse zur Realisierung der Lösungen. Neben dieser technischen Kompetenz entwickelt SinnerSchrader Online-Kommunikationsstrategien und Konzepte. Diese ergänzen die technischen Lösungen und dienen der zielgerichteten Ansprache der Endkunden und der Kundenbindung. Abgerundet wird das Leistungsspektrum durch Mediadienstleistungen, Analyse des Nutzer- und Käuferverhaltens und den Betrieb der IT-Anwendungen.

Die SinnerSchrader AG agiert als Holding für die insgesamt vier aktiven Gesellschaften: Die SinnerSchrader Deutschland GmbH, in der die Geschäftsbereiche Media, Betrieb und Analyse angesiedelt sind, die SinnerSchrader Neue Informatik GmbH, die SinnerSchrader Studios GmbH und die SinnerSchrader Studios Frankfurt GmbH.



Grafik 1; Quelle: SES Research, SinnerSchrader

Historie

SinnerSchrader wurde 1996 von Oliver Sinner und Matthias Schrader gegründet. Das Unternehmen hat sich in dem damals entstehenden Markt für E-Commerce auf die Konzeption und Implementierung von Transaktions- und Kommunikationssystemen zur Nutzung des Internets als Vertriebsplattform konzentriert. Dafür hat das Unternehmen früh in den Aufbau der technischen Kompetenz zur Errichtung der notwendigen Software investiert. SinnerSchrader erhielt für zahlreiche E-Commerce-Lösungen Auszeichnungen. 1999 erfolgte die Umwandlung in eine AG, an die sich Ende 1999 der Börsengang anschloss. Überkapazitäten, die während der Boomphase um die Jahrtausendwende aufgebaut wurden und ein Einbruch der Branchenkonjunktur führten bei SinnerSchrader zu einer unbefriedigenden Ertragslage und Umsatzentwicklung. Zu Beginn 2004 nahm SinnerSchrader eine Reorganisation vor, aus der die

Durch Höhen und Tiefen

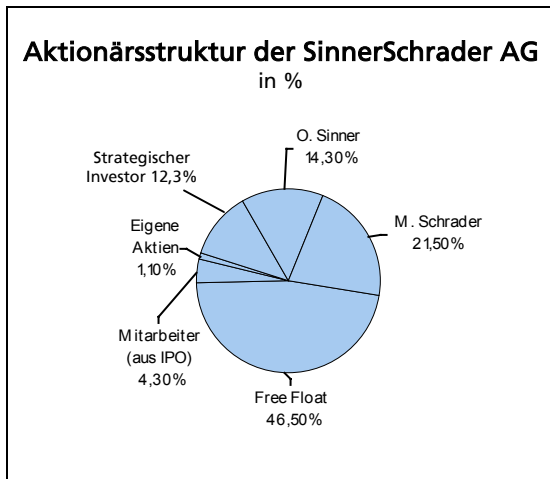
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	---------------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

vier Gesellschaften hervorgingen. Diese Struktur führte die einhergehend mit einer Aufhellung des Branchenumfeldes zu einer verbesserten Ertragslage führte.

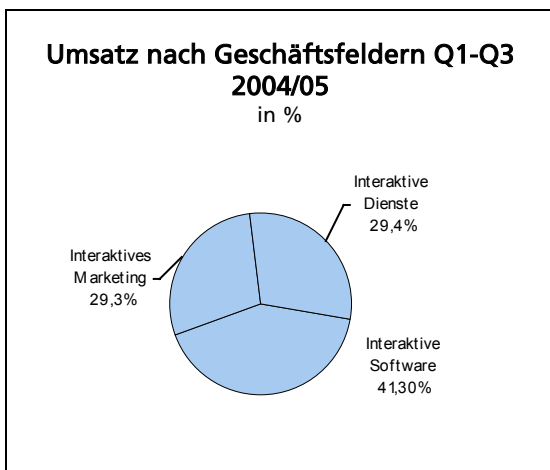
Aktionärsstruktur und Management

46,5% der Gesellschaft befinden sich im Streubesitz. Mit insgesamt 35,8% sind wesentliche Anteile der Gesellschaft im Eigentum der Gründer Oliver Sinner und Matthias Schrader und ihrer Familien. Weitere 4,3% entfallen auf Mitarbeiter, die vor dem Börsengang der Gesellschaft beteiligt wurden. Ein strategischer Investor und Kunde hält 12,3% der Aktien. 1,1% der Aktien liegen bei der Gesellschaft.

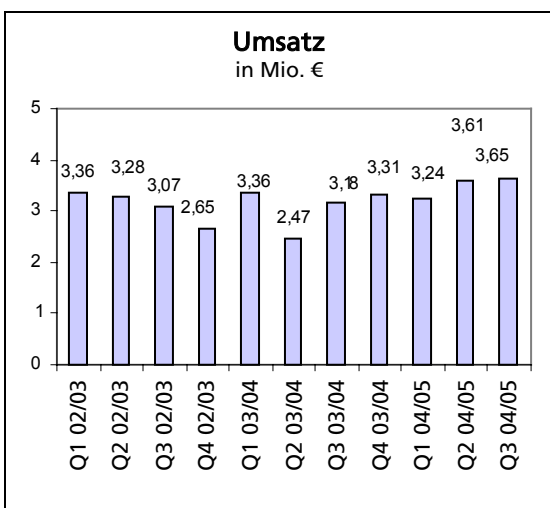
Mit Matthias Schrader hat ein Gründungsmitglied und Großaktionär die Position des Vorstandsvorsitzenden inne. Herr Schrader verantwortet die Bereiche Vertrieb, Marketing und Strategie. Insgesamt wird SinnerSchrader von einem zweiköpfigen Vorstand geführt. In der Position des Finanzvorstandes ist Thomas Dyckhoff tätig. Herr Dyckhoff zeichnet für die Bereiche Controlling, Rechnungswesen, Personal und Investor Relations verantwortlich. In dieser Rolle ist Herr Dyckhoff dem Unternehmen bereits seit 1999 verbunden.



Grafik 2; Quelle: SinnerSchrader



Grafik 3; Quelle: SinnerSchrader



Grafik 4; Quelle: SinnerSchrader

Regionale Präsenz und Umsatzschwerpunkte

SinnerSchrader erzielt ausschließlich aus Deutschland heraus Umsätze. Die beiden ausländischen Gesellschaften in Großbritannien und Holland sind nicht aktiv. Neben dem Unternehmenssitz in Hamburg verfügt das Unternehmen mit den SinnerSchrader Studios Frankfurt GmbH über einen weiteren Standort in Deutschland.

Der größte Umsatzbeitrag (Außenumsätze Q1-Q3 2004/05) der drei Segmente entfällt mit 41,3% auf das Segment Interaktive Software, das Segment Interaktives Marketing steuert 29,3% des Umsatzes bei. Das Segment interaktive Dienste generiert 29,4% der Umsätze. Die Umsätze werden mehrheitlich im Rahmen von Projektdienstleistungen erzielt. Weitere relevante Erlösquellen sind Mediadienstleistungen und der ASP-Betrieb von Software-Applikationen.

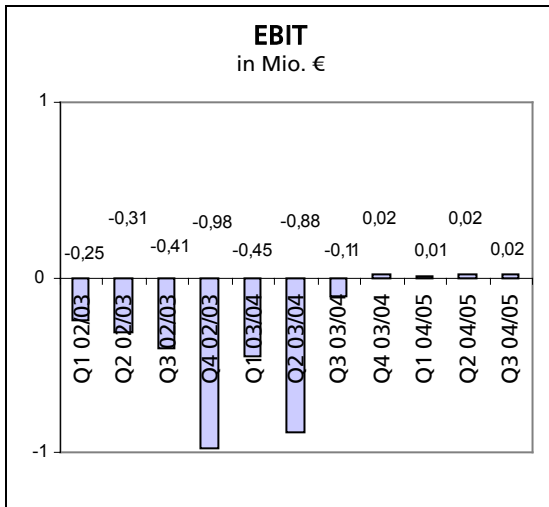
Geschäftsentwicklung

Das Geschäftsjahr von SinnerSchrader endet zum 31.08. In den bisher berichteten drei Quartalen des laufenden Geschäftsjahres 2004/05 konnte SinnerSchrader die Ertragslage deutlich verbessern. Hierzu trugen die neue Struktur, weiter reduzierte Mitarbeiterkapazitäten und eine bessere Branchenkonjunktur bei. Die neue Struktur und die verbesserte Branchenkonjunktur waren die maßgeblichen Gründe für die erfreulichen Akquisitionsergebnisse. So konnte SinnerSchrader die Süddeutsche Zeitung, VW Mobile Services, vwd, Dow Jones, Simyo, CarDelMar, Nordcapital und 1822direct als Neukunden gewinnen. In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2004/05 steigerte das

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	---------------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Unternehmen den Umsatz um 16,5% auf 10,5 Mio. €. Einhergehend verbesserten sich auch die Ergebniskennzahlen. Das EBITA wurde um 1,48 Mio. € auf 0,07 Mio. € verbessert. Das Nettoergebnis konnte um 1,29 Mio. € auf 0,23 Mio. € erhöht werden.

Neben der Umsatzsteigerung trugen eine von 29,7% auf 32,8% verbesserte Bruttomarge – SinnerSchrader konnte gegenüber dem Vorjahr etwas höhere Tagessätze durchsetzen – eine von 29,6 auf 22,8% verringerte Verwaltungskostenquote und deutlich geringere Restrukturierungskosten zu der Ergebnisverbesserung bei. Das Finanzergebnis ging hingegen aufgrund einer Sonderausschüttung deutlich von 0,38 Mio. € auf 0,14 € zurück. Nach wie vor sind im Geschäftsjahr 2004/05 Aufwendungen, die im Zusammenhang mit der Kapazitätsanpassung in Verbindung stehen, angefallen, die im kommenden Geschäftsjahr nicht oder nur in geringem Umfang wieder anfallen sollten.



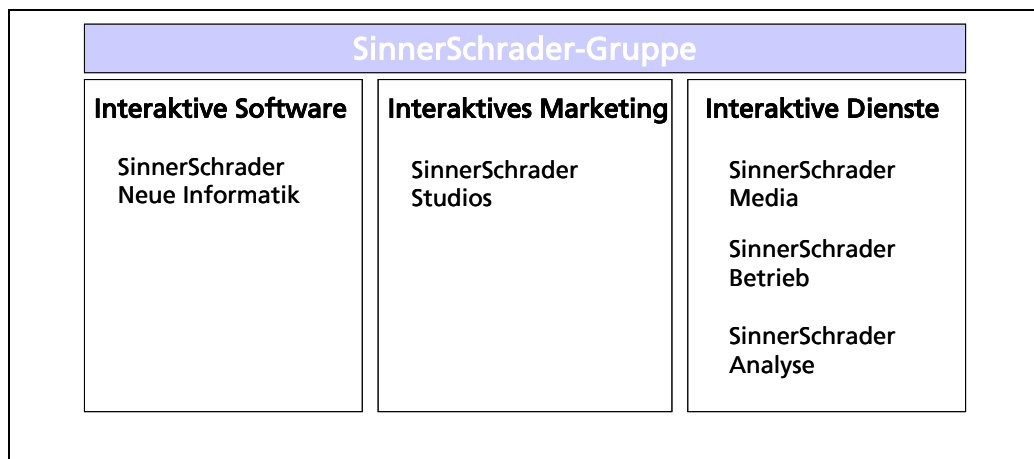
Grafik 5; Quelle: SinnerSchrader

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

Neue Struktur bietet spezialisierte Einheiten

Hohe Internetkompetenz

Die bestehende Struktur von SinnerSchrader existiert seit dem dritten Quartal 2003/2004. Durch eine Reorganisation verabschiedete sich das Unternehmen von dem Full-Service-Konzept und schuf spezialisierte Einheiten. Diese sollen zielgerichteter am Markt agieren und das Profil stärken. Mit der neuen Struktur entstanden die drei Segmente Interaktive Software, Interaktives Marketing und Interaktive Dienste, welches die Einheiten Media, Betrieb und Analyse umfasst.



Grafik 6; Quelle: SES Research, SinnerSchrader

Anpassung der Mitarbeiterkapazitäten vollzogen

Die Einheiten treten vertriebsseitig und bei der Kundenbetreuung getrennt voneinander auf. Damit trägt das Unternehmen der Entwicklung Rechnung, dass Kunden Leistungen von Spezialisten beziehen. Durch die Aufteilung in eigenständige Einheiten wurde zudem die unternehmerische Verantwortung der einzelnen Bereiche verstärkt. Gleichzeitig werden jedoch auch Cross-Selling-Ansätze im Konzern genutzt.

Einhergehend mit der Reorganisation hat SinnerSchrader auch die Mitarbeiterkapazitäten angepasst. Hieraus resultierten Ergebnisbelastungen. Der Prozess der Anpassung ist abgeschlossen. Die Auslastung stellt sich zufriedenstellend dar. Im dritten Quartal 2004/05 baute SinnerSchrader wieder moderate Mitarbeiterkapazitäten auf und trägt damit der sichtbaren Geschäftsbelegung Rechnung. Zur Zeit beschäftigt das Unternehmen 132 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente). Hiervon entfallen 57 auf das Kerngeschäftsfeld Interaktive Software, 42 auf Interaktive Marketing und 15 auf Interaktive Dienste. Mit den zentralen Aufgaben der Holding sind 18 Mitarbeiter betraut.

Reduzierung der Raumkapazitäten bietet weiteres Kostensenkungspotenzial

Während SinnerSchrader die Anpassung der Mitarbeiterkapazitäten erfolgreich vollzogen hat, bestehen noch erhebliche räumliche Überkapazitäten, die die Ertragslage deutlich belasten. Rund die Hälfte der Bürofläche von 6.500 qm benötigt SinnerSchrader nicht. Doch auch die Trennung von diesen nicht benötigten Flächen ist absehbar. Die Reduzierung dieser Aufwendungen sollte einen wesentlichen Beitrag dazu leisten, dass SinnerSchrader wieder befriedigende Margen erzielt. Den laufenden Mietvertrag hat SinnerSchrader zum 30.06.2006 gekün-

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Ergebnisverbesserung absehbar

Erschließung neuer Wachstumsfelder

IT-Kompetenz für E-Commerce-Prozesse...

dig. Für die Nutzung eines vorzeitigen Kündigungsrechtes muss SinnerSchrader 0,3 Mio. € aufbringen. Hierfür wurden im dritten und vierten Quartal des abgelaufenen Geschäftsjahres Rückstellungen gebildet. Ab dem 01.07.2006 rechnen wir mit geringeren Mietaufwendungen von 0,7 bis 0,8 Mio. € p.a. Allein dadurch erwarten wir eine Verbesserung der EBIT-Marge von 4% bis 5% im Geschäftsjahr 2006/07, in dem der geringere Mietaufwand erstmals im kompletten Geschäftsjahr sichtbar wird.

Neben dieser Entlastung durch die Reduzierung der angemieteten Büroflächen sollten mit dem Abschluss der Reorganisation geringere Rückstellungen und der Wegfall von einmaligen Aufwendungen SinnerSchraders Ertragskraft sukzessive in den Vordergrund treten lassen. Nachdem SinnerSchrader bei einem Betriebsergebnis von ca. 0,1 Mio. € im gesamten Geschäftsjahr 2004/05 nur leicht positiv operiert haben sollte, erwarten wir durch den Wegfall zuvor angesprochener Aufwendungen eine EBIT-Marge von 7-8% im Geschäftsjahr 2006/07.

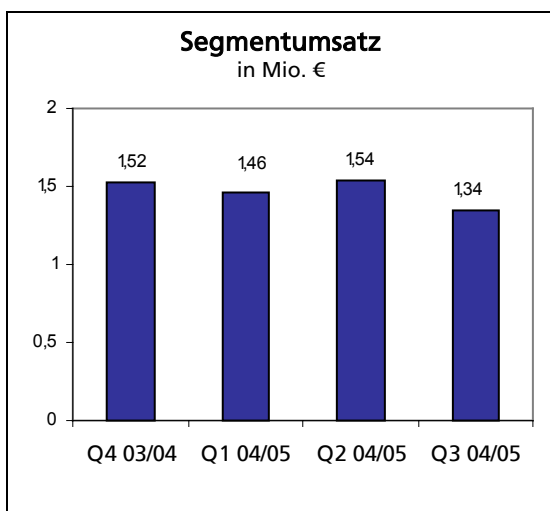
Zur Forcierung des Wachstums baut SinnerSchrader gezielt neue, an das Leistungsspektrum angrenzende Geschäftsfelder auf und aus. In der jüngeren Vergangenheit wurde das Geschäftsfeld Suchmaschinen-Marketing ins Leben gerufen. Zur Zeit genießt der Markteintritt in das Geschäftsfeld Direktmarketing eine hohe Priorität. Die Eröffnung weiterer strategischer Wachstumsoptionen hat wieder eine hohe Bedeutung. Dabei wird auch die Erschließung neuer Geschäftsbereiche durch Akquisitionen ins Auge gefasst.

Inhaltlich stellt sich das Leistungsspektrum der SinnerSchrader wie folgt dar.

Neue Informatik / Segment Interaktive Software

Die SinnerSchrader Neue Informatik bildet das Kerngeschäft des Unternehmens. Die in diesem Geschäftsfeld entwickelten Lösungen umfassen transaktionale Websites (Portale, Shops, Buchungssites), Informationssysteme (Extranet, Intranet, EIPs) und Anwendungen zur Unterstützung von Geschäftsprozessen. Dabei ist SinnerSchrader auf hochfrequentierte Websites sowie Websites über die eine große Anzahl von Transaktionen abgewickelt werden, spezialisiert. Als IT-Dienstleister entwickelt und implementiert SinnerSchrader ebenfalls die relevante IT-Infrastruktur für die Backend-Prozesse. Dabei stehen Benutzerfreundlichkeit und Benutzerführung im Vordergrund der Lösungen. Referenzen in diesem Bereich sind die Internetportale der Deutschen Bank, der comdirect Bank, HLX und TUI, die SinnerSchraders starke Stellung bei Websites für Internetportale mit hohen Anforderungen an die Transaktions- und Buchungsabwicklung untermauern.

Im Bereich IT-Dienstleistungen für E-Commerce-Lösungen kann SinnerSchrader – abgesehen von der drastischen Eintrübung des Marktumfeldes unmittelbar nach der Jahrtausendwende – auf eine erfolgreiche Historie zurückblicken. Bereits seit Mitte der 90er Jahre realisiert SinnerSchrader führende E-Commerce-

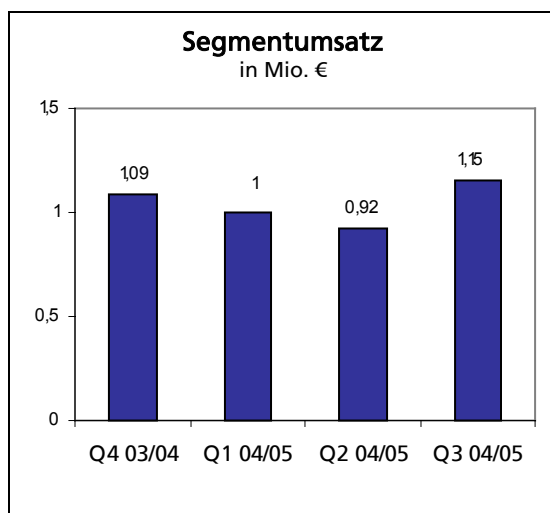


Grafik 8; Quelle: SinnerSchrader

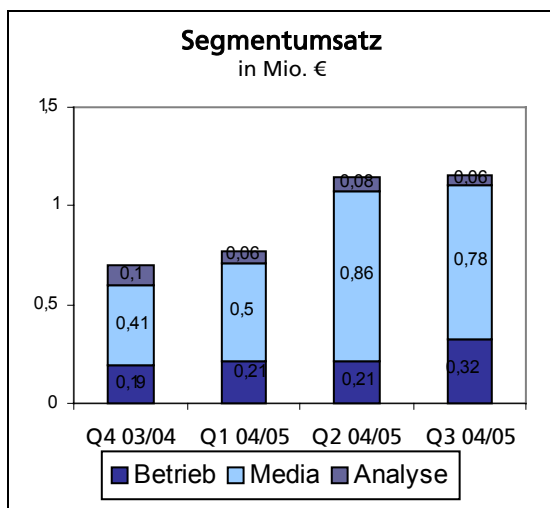
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

...mit guter Historie

Kreation



Grafik 7; Quelle: SinnerSchrader



Grafik 9; Quelle: SinnerSchrader

Plattformen und kann hier als eines der Pionierunternehmen betrachtet werden.

Der Segmentumsatz stagnierte in den letzten vier Quartalen weitgehend. Grundsätzlich sind volatile Segmentumsätze auf Quartalsbasis nicht ungewöhnlich.

Studios / Segment Interaktives Marketing

Die SinnerSchrader Studios bilden die Kreativ- und Kommunikationsagentur für die digitale Markenführung. Hier werden die Konzepte zur gezielten Ansprache der Endkunden entwickelt und realisiert. Die Kernkompetenz besteht in der Gestaltung interaktiver Kommunikationslösungen für den Vertriebskanal Internet. Damit grenzt sich SinnerSchrader von klassischen Kreativagenturen und Anbietern von integrierten Kommunikationslösungen ab. Diese realisieren umfassendere Kommunikationslösungen unter der Einbeziehung von Offline-Medien und konzipieren klassische Kampagnen.

Der Bereich Kreation wurde allerdings jüngst gestärkt und soll auch weiterhin durch die Gewinnung kreativer Köpfe ausgebaut werden. Insbesondere der Aufbau des Bereiches Direktmarketing wird angestrebt. Ein Eintritt in die klassische Werbung ist allerdings nicht vorgesehen.

Im zuletzt berichteten Quartal (Q3 2004/05) konnte der Umsatz des Segments gegenüber den vorangegangenen Quartalen gesteigert werden. Das Umfeld hat sich positiv dargestellt. Vergleichswerte für Vorjahreszeiträume liegen nicht vor, da diese Segmentstruktur erst vollständig im vierten Quartal 2003/04 eingeführt wurde. Wir sehen für diesen Bereich weiterhin positive Impulse. Neben der verbesserten Branchenkonjunktur sollte hierzu der Trend der Umschichtung der Werbebudgets zugunsten von Online-Kommunikation mittel- und langfristig beitragen.

Interaktive Dienste

Die im Folgenden dargestellten Bereiche Betrieb, Media und Analyse bilden das Segment Interaktive Dienste. Gemessen am Umsatz sind die Bereiche Betrieb und Analyse noch von recht geringer Bedeutung, wengleich sich der Bereich Betrieb in den letzten Quartalen erfreulich entwickelt hat. Obwohl die Bereiche des Segments gute Wachstumsperspektiven und Margen aufweisen, ist für das Gesamtunternehmen die Entwicklung des Projektgeschäftes der Segmente Interaktive Software und Interaktives Marketing maßgeblich.

Betrieb

Der Bereich Betrieb bietet ein Leistungsspektrum um den Betrieb von E-Business-Lösungen. Hierzu gehören im Kern das Application Management mit Support und Systemüberwachung, Sicherheitslösungen (Firewall, Datensicherung und Überwachung) sowie Infrastruktur-Dienstleistungen. Damit tritt SinnerSchrader als auf den Betrieb von E-Business-Lösungen spezialisierter Outsourcing-Dienstleister auf. Für die kritischen

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

Betrieb, Wartung, Support...

Prozesse wird ein stabiler Betrieb, Wartung und Überwachung geboten. Als komplementäre Ergänzung zum Kerngeschäft sollte der Geschäftsbereich weiterhin von Cross-Selling-Ansätzen profitieren.

Media

Online Media-Einkauf und -Beratung

Kern des Leistungsspektrums des Bereiches Media sind Online Media-Einkauf und –Beratung. Dabei führt SinnerSchrader die Mediaplanung durch, realisiert Kampagnen und Marketing auf Basis des Cost-per-Order und übernimmt das Kooperationsmanagement für die Contentverwertung und –beschaffung. Vorrangiges Ziel aller Maßnahmen ist die Steigerung der Effizienz des Marketingbudgets der Kunden. Über besondere Kompetenz verfügt SinnerSchrader bei performancebasierten Marketingkampagnen. Durch die gute Messbarkeit des Erfolges aller Maßnahmen ist es möglich, Kunden erfolgsabhängige Modelle anzubieten, bei denen die Vergütung pro gewonnen Kunden oder Kontakt erfolgt.

Jüngst wurde das Leistungsspektrum des Bereiches Media um das Suchmaschinenmarketing erweitert. Im bisher berichteten Geschäftsjahresverlauf 2004/05 hat sich der Bereich Media dynamisch entwickelt. Erfreulich hat sich zudem die Margensituation des Bereiches dargestellt. Die aus dem Verhältnis von Mediakosten zum Nettoumsatz resultierende Marge lag im bisher berichteten Geschäftsjahresverlauf 2004/05 bei 33,3%. Diese betrug im vergleichbaren Vorjahreszeitraum noch 25,3%.

Analyse

Nutzerverhalten messen und verstehen

Die Dienstleistungen des Bereiches Analyse unterstützen Kunden bei der Auswertung des Nutzer- und Kundenverhaltens auf Basis des Webminings. Die Analyse umfasst die Datengenerierung, die Aufbereitung und die Auswertung. Für diese Zwecke realisiert SinnerSchrader umfassende Analyse-Infrastrukturen und Lösungen und betreibt diese in ASP-Form. Die auf Grundlage von Transaktions- und Bewegungsdaten gewonnenen Erkenntnisse dienen der ständigen Optimierung der interaktiven Internetaktivitäten.

Die Analyse ist ein wichtiger Baustein für den Erfolg des Marketing über interaktive Kanäle. Das Kundenverhalten ist in diesem Umfeld sehr gut messbar. Damit ist die Analyse ein unverzichtbares Instrument für die Bewertung der interaktiven Kommunikation.

Kunden

Renommierte Referenzkunden

SinnerSchrader betreut die E-Commerce-Plattformen von Unternehmen, die zu den führenden innerhalb ihrer Branche zählen. Dabei handelt es sich überwiegend um langjährige Kundenbeziehungen. SinnerSchrader verzeichnet täglich mehr als 2 Millionen Nutzer auf den vom Unternehmen betreuten Internet-Auftritten. Einen besonderen Schwerpunkt bei Kunden und Kompetenz besteht für die Branchen Finanzdienstleistung, Handel & Konsumgüter, Telekommunikation sowie Automobil

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

& Touristik. Dies resultiert sicherlich auch aus der hohen Bedeutung des Vertriebskanals Internet für diese Branchen. Eine Übersicht über die Kunden von SinnerSchrader enthält die folgende Referenzkundenliste.

Referenzkunden der SinnerSchrader AG (Auszug)		
Finanzdienstleistung	- CONLEY`S	- VW
- Deutsche Bank	- IMPRESSIONEN	- Autostadt (Wolfsburg)
- comdirect	- Prämie Direct	- Europcar
- M.M. Warburg & CO	Telekommunikation	Institutionen/Sonstige
- Nordcapital	- T Online	- Bundespresseamt
- DowJones	- Eplus/Simyö	- TaylorWessing
- DEPFA Bank	- O2	- Jobpilot
- vwd	- Deutsche Telekom	- Yello Strom
Handel/Konsumgüter	- Premiere	- Aktion Mensch
- Tchibo	- Talkline	- Toll Collect
- Süddeutsche Zeitung	Automobil/Touristik	
- Coca Cola	- HLX	
- Gore	- TUI	

Tabelle 1; Quelle: SinnerSchrader

Hohe Bedeutung einzelner Kunden

Trotz der recht breiten Kundenbasis tragen einige Kunden zu bedeutenden Anteilen zum Umsatz bei, wodurch sich besondere Risiken für die Umsatzentwicklung ergeben. So trugen in den ersten drei Quartalen des Geschäftsjahres 2004/05 die fünf größten Kunden mit 62,6% zum Umsatz bei. Auf die drei größten Kunden entfallen 21,2% bzw. 13,2% und 12,6% des Umsatzes. Aus der hohen Bedeutung einzelner Kunden können jedoch bei Akquisitionserfolgen auch signifikante Umsatzsprünge erfolgen.

Bessere Margen absehbar

Konklusion

Mit der seit gut einem Jahr existierenden Struktur agiert SinnerSchrader erfolgreicher am Markt. Die verbesserte Kostenstruktur ist ergebnisseitig erkennbar. Weitere Fortschritte sollten SinnerSchrader in absehbarer Zeit wieder befriedigende Margen erzielen lassen. Durch die erwartete Ertragsverbesserung von niedriger Basis ist ein Investment in SinnerSchrader interessant. Die Margenentwicklung ist jedoch durch die geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells begrenzt. Die absolute Größe ist im Vergleich mit börsennotierten Technologie-Dienstleistern recht gering.

Als Kommunikations-Agentur für das Medium Internet hat SinnerSchrader eine ausgeprägte Technologie-Kompetenz. Hier deckt das Unternehmen alle relevanten IT-Prozesse ab und verfügt durch angrenzende Dienstleistungen über ein sinnvoll abgerundetes Leistungsspektrum. Neue, an die Kernkompetenz angrenzenden Dienstleistungen eröffnen dem Unternehmen Wachstumsmöglichkeiten. Die besondere Internet- und Umsetzungs-kompetenz zeigt sich durch Referenzen bei stark frequentierten Internetplattformen, die für Marktführer realisiert wurden. Obwohl SinnerSchrader für bedeutende Marken die digitale Markenführung übernommen hat, ist das Profil als Kreativagentur weniger ausgeprägt. Letztendlich lassen die Re-

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

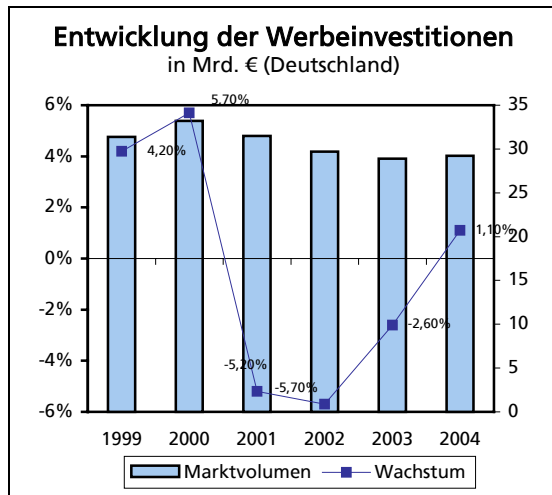
ferenzen diesen Aspekt in den Hintergrund treten. Zudem vollzieht SinnerSchrader die Stärkung des Bereiches Kreation.

+

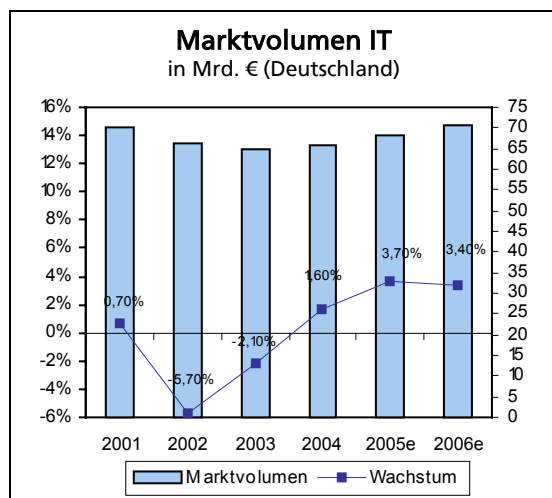
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	--------------------	----------	-----------	------------

Marktumfeld

Branchenkonjunktur hat sich aufgehellt



Grafik 9; Quelle: ZAW



Grafik 10; Quelle: Bitkom 2005

Wachsende Bedeutung des Vertriebskanals Internet

Für das Marktumfeld von SinnerSchrader ist sowohl die IT-Investitionsneigung als auch die Entwicklung der Werbebudgets relevant. Beide Sektoren verzeichnen seit 2004 eine Belebung, wenngleich das Wachstum der Werbeinvestitionen gegenüber dem Wachstum der IT-Investitionen geringer ausfällt.

Der Zentralverband der Werbewirtschaft (ZAW) beziffert das Volumen des Werbemarktes auf 29,2 Mrd. € in 2004 in Deutschland. Damit wuchs der Markt im vergangenen Jahr um 1,1%. Mit dieser verhaltenen Marktbelebung bzw. Stabilisierung beendete die Branche eine dreijährige Rezession. In diesem Zeitraum ging der Werbemarkt seit der Hochphase zur Jahrtausendwende um rund 12% zurück. Auch künftig sollten die Binnenkonjunktur und der private Konsum die für die Werbewirtschaft entscheidenden Faktoren darstellen. Der GWA (Gesamtverband Kommunikationsagenturen) geht vor diesem Hintergrund von einer Entwicklung der Werbewirtschaft im Einklang mit der schwachen deutschen Konjunktur aus. Wir erwarten, dass die gesamte Werbebranche mittelfristig nur niedrige einstellige Wachstumsraten aufweisen wird. Es ist jedoch eine Umverteilung der Werbebudgets von Offline- zu Online-Medien zu verzeichnen. Diese Umverteilung sollte dem Markt, in dem SinnerSchrader tätig ist, zugute kommen.

Der IT-Markt stellt sich dynamischer als der Werbemarkt dar. Der Branchenverband Bitkom geht von einem Marktwachstum von 3,7% im laufenden Jahr nach 1,6% im Vorjahr aus. Auch in 2006 sollte das Wachstum über 3% liegen. Damit verzeichnet der IT-Sektor ein signifikant über der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung liegendes Wachstum.

Letztendlich ist für die langfristige Entwicklung des Marktes von SinnerSchrader auch die weitere Verbreitung und Akzeptanz von Online-Medien und E-Business entscheidend und die Bereitschaft der Unternehmen ihre Marketingbudgets entsprechend auszurichten und in den Ausbau des Vertriebskanals Internet zu investieren.

Nach wie vor stellt sich E-Commerce als dynamischer Wachstumsmarkt dar. Das Volumen des elektronischen Handels wächst stark. Dies erfordert entsprechende Investitionen in die technische Infrastruktur und Kommunikationsmittel. In 2004 verzeichnete der elektronische B2C-Handel in Deutschland ein Wachstum von rund 45% auf 22,3 Mrd. €. Bis 2008 wird eine Steigerung des Marktvolumens auf 89,4 Mrd. € prognostiziert (EITO 2005). Dies entspricht einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate (CAGR) von 41,5%. Hierzu trägt auch die Verbreitung schneller Internetzugänge und ausgereifter Online-Bezahlsysteme bei. Zudem dient das Internet zunehmend als Informationsmedium vor Kaufentscheidungen. Dies gilt auch für Kaufentscheidungen die später im stationären Handel fallen. Das dynamische Wachstum des elektronischen Handels sollte weiter als Wachstumstreiber für die Aktivitäten von

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	--------------------	----------	-----------	------------

Wettbewerbsintensives Umfeld

SinnerSchrader dienen. Nachdem bei den Kunden in den vergangenen Jahren vorwiegend Kostenreduzierungen im Vordergrund standen, steht nach Abschluss eines solchen Prozesses wieder die Forcierung des Umsatzwachstums im Vordergrund. Hier stellen Kommunikationsmaßnahmen einen entscheidenden Hebel dar.

Wettbewerb

SinnerSchrader ist in einem wettbewerbsintensiven Umfeld tätig. Der Markt stellt sich fragmentiert dar. In einem Ranking der unabhängigen deutschen New Media Agenturen auf Grundlage des Honorarumsatzes rangiert SinnerSchrader wie im Vorjahr auf dem vierten Rang (Werben & Verkaufen 2005, Tabelle 2). Von diesen Unternehmen sind ein halbes Dutzend börsennotierte Gesellschaften. Mit Ausnahme von T-Systems Multimedia Solutions (MMS), Atkon und Sapient stellt die Übersicht auch die größten unabhängigen Wettbewerber von SinnerSchrader dar. T-Systems MMS deckt als Tochter von T-Systems den Bereich Kreation nicht mit ab. Atkon ist auf Bewegtbilder (Filme) für die Unternehmenskommunikation spezialisiert. Sapient hat den Fokus auf Management- und IT-Beratung für IT-Themen, wozu jedoch auch Internet-Lösungen gehören. Die Größenordnungen der Gesellschaften unterscheiden sich absolut gesehen nur wenig. Der fragmentierte Markt resultiert zum einen daraus, dass die Branche noch recht jung ist und zum anderen weisen die Geschäftsmodelle eine geringe Skalierbarkeit auf, was die Herausbildung einer Marktführerschaft erschwert. Abgesehen von Verwaltungsfunktionen sind kaum Kostendegressionen durch Größe zu realisieren.

Rang	Vorjahr	Unternehmen	Umsatz in Mio. €		Mitarbeiter	
			2004	2003	2004	2003
1	1	T-Systems MMS	44,90	33,52	294	280
2	-	Sapient	25,80	-	100	-
3	7	Pixelpark	16,32	11,66	145	150
4	4	SinnerSchrader	12,36	12,33	142	155
5	5	Syzygy	11,97	11,90	98	90
6	10	I-D Media	11,65	9,23	89	100
7	9	Elephant Seven	11,01	11,09	111	157
8	17	Planetactive	9,89	7,72	50	38
9	8	Atkon	9,40	11,32	85	88
10	15	Plan.net Gruppe	9,00	8,00	72	70

Tabelle: 2. Quelle: Werben & Verkaufen. 2005

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	--------------------	----------	-----------	------------

Marktteilnehmer streben Konsolidierungsprozess an

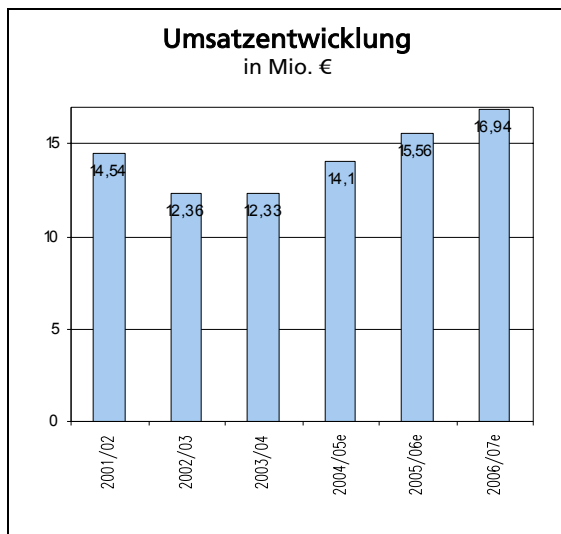
Die Differenzierung der Unternehmen im Wettbewerb ist nicht sehr ausgeprägt. Die Unternehmen sind jedoch zunehmend bestrebt, ihr Profil durch Branchen- und/oder technische Kompetenz bzw. Herausstellung der Kreativität zu schärfen. Zur Zeit stellt die daraus resultierende Differenzierung noch keine hohe Hürde für die Kunden dar, von einem zum anderen Wettbewerber zu wechseln. Dies gilt jedoch weniger für den IT-Bereich, sofern ein Anbieter über ein tiefgehendes Know-how bezüglich der relevanten Prozesse verfügt.

Neben den unabhängigen Kommunikationsagenturen bzw. Technologiedienstleistern bewegen sich auch die großen nationalen und internationalen Werbeagenturen wie die Omnicom-Gruppe mit BBDO und Proximity und die WPP-Gruppe auf diesem Markt.

Obwohl die Rezession der vergangenen Jahre bereits für eine gewisse Marktberreinigung gesorgt hat, steht der Branche ein weiterer Konsolidierungsprozess bevor. Einige der börsennotierten New Media Agenturen streben an, zu diesem Prozess aktiv beizutragen. Vor diesem Hintergrund sind sowohl Fusionen als auch Übernahmen in der näheren Zukunft wahrscheinlich. Käufe von nicht börsennotierten Marktteilnehmern durch börsennotierte Gesellschaften sind ebenso im Konsolidierungsprozess zu erwarten. Wir gehen davon aus, dass auch SinnerSchrader gezielt anorganisches Wachstum anstrebt. Hierfür kommen insbesondere die Felder Direktmarketing, Suchmaschinenmarketing und Performance based Marketing in Betracht.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	-----------------	-----------	------------

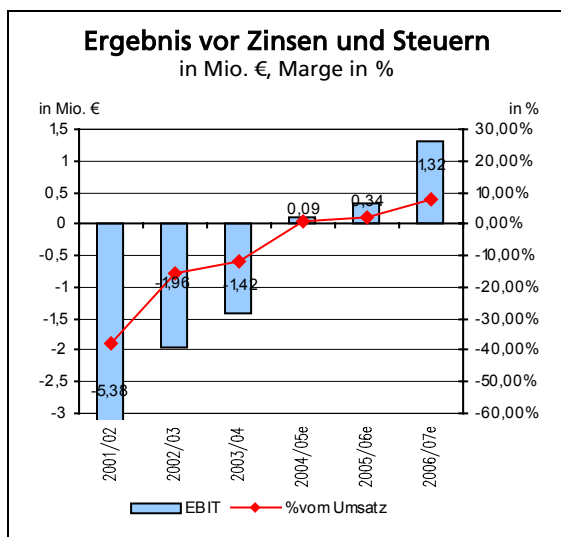
Umsatz & Ertrag



Grafik 11; Quelle: SinnerSchrader, SES Research

Für das am 31.08.04 abgelaufene Geschäftsjahr 2004/05 gehen wir von einem Umsatzwachstum von 14,4% aus. In den ersten drei Quartalen – hierfür liegen bisher Zahlen vor – steigerte SinnerSchrader den Umsatz im Vorjahresvergleich um 16,5%. Der Ausblick für das vierte Quartal fiel jedoch eher verhalten aus. Den ursprünglichen Planungskorridor für das gesamte Geschäftsjahr, der einen Umsatzzuwachs von 5%-10% vorsah, wurde allerdings in der zweiten Geschäftsjahreshälfte angehoben. Es wird ein Umsatzwachstum von etwas über 10% anvisiert.

Ergebnisseitig geht SinnerSchrader davon aus, ein leicht positives operatives Ergebnis zu erzielen. Wir erwarten ein EBIT von rund 0,1 Mio. €. Zudem sollte SinnerSchrader aufgrund der Mittelausstattung ein positives Finanzergebnis erzielen (e: 0,23 Mio. €). Die Steuerquote sehen wir aufgrund der steuerlich verwertbaren Verlustvorträge bei 0%.



Grafik 12; Quelle: SinnerSchrader, SES Research

Wir gehen davon aus, dass SinnerSchrader auch in den folgenden beiden Geschäftsjahren ein gutes Umsatzwachstum, jedoch mit einer etwas nachlassenden Dynamik, erzielen kann. Für 2005/06 erwarten wir ein Umsatzwachstum von 10,4% und im darauffolgenden Jahr von knapp 9%. Anorganisches Wachstum enthalten unsere Prognosen nicht. Für die erwartete deutliche Ertragsverbesserung sind die zuvor dargelegten Faktoren maßgeblich, wobei die geringeren Mietaufwendungen den bedeutendsten Einfluss haben. Dieser Effekt ist ab dem 01.07.2006 sichtbar. Ab 2006/07 rechnen wir im Rahmen der Mindestbesteuerung wieder mit Steuerzahlungen bei SinnerSchrader. Die vorhandenen steuerlich nutzbaren Verlustvorträge von 5,6 Mio. € (2,5 Mio. € KöSt., 3,1 Mio. € GewSt.) sollten endgültig im Geschäftsjahr 2007/08 verbraucht sein.

	2003/04	2004/05e	2005/06e	2006/07e
Umsatz (US-GAAP) in Mio. €	12,33	14,10	15,56	16,94
Veränderung in %	-0,28%	14,37%	10,41%	8,87%
EBITDA in Mio. €	-0,78	0,61	0,83	1,73
in % vom Umsatz	-6,36%	4,32%	5,34%	10,22%
EBIT in Mio. €	-1,42	0,09	0,34	1,32
in % vom Umsatz	-11,49%	0,62%	2,20%	7,77%
Ergebnis nach US-GAAP in Mio. €	-0,53	0,32	0,54	1,32
in % vom Umsatz	-4,31%	2,25%	3,49%	7,80%

Tabelle 3; Quelle: SinnerSchrader, SES Research

Gute Bilanzsituation**Bilanz**

Die Bilanzsituation von SinnerSchrader erachten wir als ausgesprochen gut. Die Aktiva verfügen über eine hohe Werthaltigkeit. Die liquiden Mittel und die Wertpapiere des Umlaufvermögens entsprechen rund 70% der Bilanzsumme. Firmenwerte oder immaterielle Vermögensgegenstände enthält die Bilanz nicht. Die Forderungen aus Lieferung und Leistung enthalten die üblichen Ausfallrisiken. Durch die Abhängigkeit von einzelnen Kunden existieren hier Klumpenrisiken. Allerdings erachten wir die Ausfallrisiken bei den größten Kunden wegen deren finanzieller Stärke als gering. Forderungsausfälle verzeichnete SinnerSchrader in den vergangenen Geschäftsjahren nicht.

Finanzverbindlichkeiten sind in der Bilanz von SinnerSchrader nicht vorhanden. Die Nettoliquidität beträgt damit 0,83 € je Aktie, das Eigenkapital je Aktie liegt bei 0,89 €. Insgesamt verfügt SinnerSchrader über eine gute finanzielle Basis zur Finanzierung zukünftigen Wachstums.

Im Vorjahresvergleich weist SinnerSchrader eine deutlich verkürzte Bilanz auf. Der Grund dafür liegt in einer Ausschüttung von nicht betriebsnotwendigen liquiden Mitteln. Im Zuge dessen wurden 20,8 Mio. € an die Aktionäre ausgeschüttet (1,82 € je Aktie). Die Bilanzsumme betrug vor diesem Hintergrund zum 31.05. (Ende des dritten Geschäftsjahresquartals) 13,47 Mio. € nach 31,25 Mio. € zum Geschäftsjahresende 2003/04.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Bewertung: SinnerSchrader AG		Kurs in €: 1,41		
	2003/04	2004/05e	2005/06e	2006/07e
KGV	n.m.	50,75	29,67	12,18
PEG	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
KCV	157,66	19,20	15,61	9,26
KUV	1,31	1,14	1,03	0,95

Tabelle 4; Quelle: SES Research

Anhand des KGVs für das Geschäftsjahr 2005/06 erscheint die SinnerSchrader-Aktie mit einem KGV von knapp 20 überdurchschnittlich bezahlt, während das KGV von rund 12 für 2006/07 eine angemessene Bewertung signalisiert. Die KUVs sind vor dem Hintergrund der Umsatzrentabilität zu sehen. Unberücksichtigt bleibt in dieser Multiplikatorenbetrachtung die im Verhältnis zur Marktkapitalisierung hohe Nettoliquidität. Die Enterprise Value-Betrachtung in der nachfolgenden Peer-Group-Analyse bezieht die Finanzierungssituation mit ein. Diese läßt die Bewertung von SinnerSchrader deutlich günstiger erscheinen.

Bewertungsvergleich

Die Peer-Group von SinnerSchrader fällt recht homogen aus. Alle Unternehmen sind Kommunikationsunternehmen, deren Kerngeschäft Internet basierte Kommunikations- und E-Commerce-Lösungen sind. Auch die Betrachtung der Marktkapitalisierung und der Regionen in denen die Unternehmen tätig sind, untermauern die Homogenität. Die Analyse erfolgt auf Geschäftsjahresbasis. Allerdings liegen nicht für alle Unternehmen Prognosen vor. Zudem ist die Schätztiefe für die Unternehmen recht gering. Die daraus resultierende geringe Datenbasis schränkt die Aussagekraft etwas ein. Die folgende Tabelle enthält die Basisdaten für den folgenden Peer-Group-Vergleich.

Basisdaten der Vergleichsanalyse									
Unternehmen	Kurs (LW)	EPS (in LW)				Umsatz (in Mio. LW)			
		04	05e	06e	07e	04	05e	06e	07e
Ad Pepper	5,78	0,38	0,18	0,39	0,48	22,24	26,10	29,88	33,77
Elephant Seven	1,19	-0,10	0,09	0,11	0,13	12,07	12,60	13,25	13,92
GFT	1,85	-0,14	0,11	0,23	n.a.	125,53	130,57	138,37	n.a.
I-D Media	2,34	0,10	n.a.	n.a.	n.a.	12,33	n.a.	n.a.	n.a.
Pixelpark	1,48	-0,21	0,08	0,13	n.a.	18,22	27,31	36,21	n.a.
Syzygy	4,61	0,23	n.a.	n.a.	n.a.	15,65	n.a.	n.a.	n.a.
SinnerSchrader	1,41	-0,05	0,03	0,05	0,12	12,33	14,10	15,56	16,94

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EBIT (in Mio. LW)				Market-cap.	Verbindl.	Liq. Mittel
		04	05e	06e	07e			
Ad Pepper	47,35	0,41	0,81	3,11	4,05	64,48	0,0	17,2
Elephant Seven	7,73	-0,81	0,73	0,90	1,10	9,70	0,0	2,0
GFT	29,42	-2,36	4,29	9,53	n.a.	48,70	1,5	20,8
I-D Media	13,52	0,89	n.a.	n.a.	n.a.	23,17	0,0	9,7
Pixelpark	18,35	-2,48	n.a.	n.a.	n.a.	24,09	0,0	5,8
Syzygy	6,75	1,09	n.a.	n.a.	n.a.	55,37	0,0	48,6
SinnerSchrader	6,73	-1,42	0,09	0,34	1,32	16,09	0,0	9,4

Tabelle 5; Quelle: SES Research, Bloomberg

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Auf Basis der KUVs führt die aktuelle Bewertung von SinnerSchrader für 2005 und 2006 mit 1,14 bzw. 1,03 zu leicht überdurchschnittlichen Multiplikatoren. Für 2007 ist der Vergleich wegen der geringeren Datenbasis weniger aussagekräftig. Das KGV liegt für 2005 und 2006 ebenfalls über dem Durchschnittswert der Peer-Group, für 2007 – hier wird SinnerSchraders derzeitige Ertragskraft sichtbar – liegt der Wert mit 12,2 nahe am Durchschnitt der Peer-Group. Sowohl KGV als auch KUV beziehen in den Vergleich nicht die Finanzierungssituation der Unternehmen ein. Grundsätzlich ist deshalb die Enterprise-Value Betrachtung die geeignetere Vergleichsbasis.

Multiplikatorenvergleich									
Unternehmen	Marketcap. (Mio. LW)	KUV				KGV			
		04	05e	06e	07e	04	05e	06e	07e
Ad Pepper	64,48	2,90	2,47	2,16	1,91	15,21	32,11	14,82	12,04
Elephant Seven	9,70	0,80	0,77	0,73	0,70	neg.	13,22	10,82	9,15
GFT	48,70	0,39	0,37	0,35	n.a.	neg.	16,82	8,04	n.a.
I-D Media	23,17	1,88	n.a.	n.a.	n.a.	23,40	n.a.	n.a.	n.a.
Pixelpark	24,09	1,32	0,88	0,67	n.a.	neg.	19,22	11,84	n.a.
Syzygy	55,37	3,54	n.a.	n.a.	n.a.	20,04	n.a.	n.a.	n.a.
Durchschnitt		1,80	1,12	0,98	1,30	19,55	20,34	11,38	10,60
SinnerSchrader	16,09	1,31	1,14	1,03	0,95	neg.	50,75	29,67	12,18

Tabelle 6; Quelle: SES Research

Enterprise Value Analyse zeigt Bewertungspotenzial auf

Die EV/Umsatzmultiplikatoren liegen im Gegensatz zu den KUVs für alle betrachteten Zeiträume unter dem Peer-Group-Durchschnitt. Die hohen Multiplikatoren von Ad Pepper überzeichnen jedoch das Bild.

Die EV/EBIT-Multiplikatoren zeigen nur mit Blick auf 2007 Bewertungspotenzial auf. Für diesen Zeitraum erwarten wir, dass SinnerSchrader wieder eine normale Ertragslage aufweist. Es ist davon auszugehen, dass sich die wahrscheinlich deutliche Ertragsverbesserung bei SinnerSchrader ab 2007 noch nicht vollständig in der Bewertung widerspiegelt. Die Datenbasis ist hier jedoch wiederum klein, was die Aussagekraft reduziert. Allerdings erscheint ein EV/EBIT Multiplikator von 5,1 für 2007 auch absolut gesehen günstig.

Enterprise Value Analyse									
Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / Umsatz				EV / EBIT			
		04	05e	06e	07e	04	05e	06e	07e
Ad Pepper	47,35	2,13	1,81	1,58	1,40	116,91	58,45	15,22	11,69
Elephant Seven	7,73	0,64	0,61	0,58	0,56	neg.	10,59	8,59	7,03
GFT	29,42	0,23	0,23	0,21	n.a.	neg.	6,86	3,09	n.a.
I-D Media	13,52	1,10	n.a.	n.a.	n.a.	15,24	n.a.	n.a.	n.a.
Pixelpark	18,35	1,01	0,67	0,51	n.a.	neg.	n.a.	n.a.	n.a.
Syzygy	6,75	0,43	n.a.	n.a.	n.a.	6,18	n.a.	n.a.	n.a.
Durchschnitt		0,92	0,83	0,72	0,98	46,11	25,30	8,97	9,36
SinnerSchrader	6,73	0,55	0,48	0,43	0,40	neg.	76,90	19,66	5,11

Tabelle 7; Quelle: SES Research, Bloomberg

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

DCF-Modell

Die Ausgangsbasis für das DCF-Modell bilden die Detailschätzungen des Abschnittes „Finanzen“. Die darüber hinaus gehenden Annahmen sowie die Prämissen zur Ableitung des Diskontierungsfaktors sind in der nebenstehenden Tabelle aufgeführt.

Nachdem das Wachstum im abgelaufenen Geschäftsjahr knapp 15% betragen haben sollte, gehen wir davon aus, dass SinnerSchrader nach gut 10% im kommenden Jahr auch in den folgenden Jahren hohe einstellige, jedoch leicht abnehmende Wachstumsraten erzielen kann. Hieraus resultiert die jährliche durchschnittliche Wachstumsrate für den Fünfjahreszeitraum 2004/05 bis 2008/09. Für den folgenden Zeitraum bis zum Ende des Planungszeitraumes gehen wir von mittleren einstelligen Wachstumsraten aus. Einhergehend, nur leicht überproportional, sollte sich der Free Cash Flow entwickeln.

Die EBIT-Marge sollte sich mittelfristig deutlich verbessern. Nach einer EBIT-Marge von unter einem Prozent im abgelaufenen Geschäftsjahr sind mittelfristig EBIT-Margen von 8% realistisch. Als langfristig nachhaltige EBIT-Marge gehen 8,5% in das Modell ein.

Auf Basis des DCF-Modells ergibt sich ein Wert rund 2,00 € je Aktie. Die folgende Sensitivitätsanalyse stellt den fairen Wert in Abhängigkeit alternativer ewiger Wachstumsraten und Abzinsungsfaktoren dar.

Basisdaten des DCF-Modells	
Prämissen Abzinsungsfaktor	
Risikoloser Zinssatz	3,50%
erw. Rendite Marktportfolio	9,50%
Fremdkapital-Kostensatz (nach Steuern)	
Zielquote Fremdkapital zu Marktwerten	4,41%
Eigenkapital-Kostensatz	0,00%
BETA	11,27%
WACC	1,30
	11,43%
Wachstumsraten Umsatz	
CAGR: 2004/05-2008/09	9,70%
CAGR: 2008/09-218/19	5,37%
Wachstumsraten Free Cash Flow	
CAGR: 2004/05-2008/09	n.m.
CAGR: 2008/09-218/19	5,91%
Ewige Wachstumsrate	2,75
EBIT-Margen	
2005e	0,62%
2009	8,06%
Zielmarge ab 2010	8,50%

Tabelle 8; Quelle: SES Research

Sensitivitätsanalyse							
Abzinsungs-faktor	ewige Wachstumsrate						
	1,25%	2,00%	2,50%	2,75%	3,00%	3,50%	4,25%
13,77%	1,66	1,67	1,68	1,69	1,69	1,70	1,72
12,77%	1,74	1,76	1,77	1,78	1,79	1,80	1,83
11,77%	1,84	1,86	1,88	1,89	1,90	1,92	1,96
11,27%	1,89	1,92	1,94	1,96	1,97	1,99	2,04
10,77%	1,96	1,99	2,02	2,03	2,04	2,08	2,13
9,77%	2,11	2,15	2,19	2,21	2,23	2,28	2,37
8,77%	2,29	2,36	2,42	2,45	2,49	2,56	2,71

Tabelle 9; Quelle: SES Research

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Konklusion

Fair Value 2,00 € je Aktie

Wir sehen sowohl auf Basis des DCF-Modells als auch aufgrund des Peer-Group-Vergleichs Bewertungspotenzial. Dabei spiegelt sich in der aktuellen Bewertung die zu erwartende Ertragsverbesserung nicht vollständig wider. Diese ist jedoch aufgrund der anstehenden Reduzierung der räumlichen Kapazitäten recht sicher. Wir orientieren uns primär am DCF-Wert. Dieser liegt bei rund 2 € je Aktie. Das Rating lautet Outperformer.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	-------------------

Kennzahlen (US-GAAP)	2003/04	2004/05e	2005/06e	2006/07e
Umsatz in Mio. €	12,33	14,10	15,56	16,94
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>	<i>-0,28%</i>	<i>14,37%</i>	<i>10,41%</i>	<i>8,87%</i>
Je Aktie in €	1,13	1,24	1,36	1,48
KUV	1,29	1,14	1,03	0,95
EBITDA in Mio. €	-0,78	0,61	0,83	1,73
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>	<i>-37,49%</i>	<i>n.m.</i>	<i>36,48%</i>	<i>108,50%</i>
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>-6,36%</i>	<i>4,32%</i>	<i>5,34%</i>	<i>10,22%</i>
EBITA in Mio. €	-1,42	0,09	0,34	1,32
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>	<i>-27,26%</i>	<i>n.m.</i>	<i>291,19%</i>	<i>284,55%</i>
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>-11,49%</i>	<i>0,62%</i>	<i>2,20%</i>	<i>7,77%</i>
EBIT in Mio. €	-1,42	0,09	0,34	1,32
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>	<i>-27,75%</i>	<i>n.m.</i>	<i>291,19%</i>	<i>284,55%</i>
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>-11,49%</i>	<i>0,62%</i>	<i>2,20%</i>	<i>7,77%</i>
EBT in Mio. €	-0,58	0,32	0,54	1,54
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>-4,72%</i>	<i>2,25%</i>	<i>3,49%</i>	<i>9,07%</i>
Steuerquote	8,76%	0,00%	0,00%	14,00%
Jahresüberschuss in Mio. €	-0,53	0,32	0,54	1,32
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>-4,31%</i>	<i>2,25%</i>	<i>3,49%</i>	<i>7,80%</i>
je Aktie in €	-0,05	0,03	0,05	0,12
KGV	n.m.	50,75	29,67	12,18
Operativer Cash Flow in Mio. €	0,10	0,84	1,03	1,74
je Aktie in €	0,01	0,07	0,09	0,15
KCV	157,66	19,20	15,61	9,26
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,04
<i>Rendite in %</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>2,87%</i>
Aktienanzahl in Mio. Stück*	10,93	11,41	11,41	11,41

Tabelle 10; Quelle: SinnerSchrader, SES Research

* Ohne Aktien im eigenen Bestand.

SES Research

Die SES Research GmbH ist ein bankenunabhängiges Researchunternehmen mit Sitz in Hamburg. Schwerpunkt der Analysetätigkeiten sind Unternehmen aus dem Bereich Technologie. Primär für institutionelle Kunden werden seit 1996 Researcharbeiten durchgeführt, in denen Unternehmen, Branchen und Märkte kritisch analysiert werden. Zu den Kunden zählen Makler, Banken, Beratungsgesellschaften, Venture-Capital-Gesellschaften und institutionelle Investoren. Das Leistungsspektrum der SES Research umfasst börsennahe Beratungs- und Analysedienstleistungen. Hierzu zählen die institutionelle Wertpapierberatung sowie das Coverage börsennotierter Unternehmen.

Die SES Research GmbH und die mit ihr verbundenen Unternehmen sind bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als Researchinstitute gemeldet.

Ferdinandstraße 29-33
20095 Hamburg

Tel. +49-(0)40-309537-0
Fax: +49-(0)40-309537-11
Mail: Info@ses-online.de
Web: www.ses-online.de



SES RESEARCH

SES-Coverage

Die SES-Analysten beobachteten vornehmlich deutsche Aktien und kommentieren zeitnah die aktuellen Entwicklungen bei diesen Unternehmen. Die kontinuierlich beobachteten Unternehmen werden unter mehreren Gesichtspunkten beurteilt. Zunächst wird auf einer mehrstufigen Skala ein Rating sowohl für die Strategie als auch für die aktuelle Bewertung des jeweiligen Unternehmens vergeben. Aus diesen beiden Ratings ergeben sich dann unsere Performanceeinschätzungen gegenüber der jeweiligen Branche sowie dem Index. Die Ratings und Performanceeinschätzungen sind grundsätzlich als relative Urteile auf Sicht von 6-12 Monaten zu verstehen. Die Ergebnisse unserer Beurteilung werden entsprechend der nebenstehenden Tabelle dargestellt. Maßgeblich ist die Performanceeinschätzung gegenüber dem Index.

Strategie				
--	-	0	+	++

Bewertung				
--	-	0	+	++

Performance innerhalb Branche		
Under	Neutral	Out

Performance gegenüber Index		
Under	Market	Out

(neu) ■ (alt) ■

Kooperationspartner



Ferdinandstraße 29-33
20095 Hamburg

Tel.: +49-(0)40-37 85 52 - 0
Fax: +49-(0)40-37 85 52 - 19
Mail: research@srh-research.de
Web: www.srh-research.de

Die Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH wurde im Jahre 1995 gegründet und wendet sich mit ihren Dienstleistungen exklusiv an institutionelle Anleger im In- und Ausland.

Das Team agiert am Markt mit dem Ziel, Aktien- und Rentenanlagen ihrer Kunden-Portefeuilles zu optimieren.

Die Partner können auf mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Beratung institutioneller Kunden zurückgreifen, die sie bankenunabhängig ihrer Klientel zur Verfügung stellen.

Die Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH unterliegt als Finanzdienstleistungsinstitut der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Disclaimer

Dieses Dokument richtet sich **ausschließlich an institutionelle Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland** und dient **ausschließlich der Information**. Es stellt keine Aufforderung zu irgendeiner Transaktion irgendeines Wertpapiers dar. **Mit dem Emittenten besteht eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation**. Der Geschäftserfolg der SES basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Investmentbankingaktivitäten und verwandten Dienstleistungen, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die SES Research GmbH ist nicht befugt, Aussagen im Namen der Emittenten abzugeben. Es muss jedoch davon ausgegangen werden, dass Kommentierungen des Unternehmens im Rahmen der Erstellung dieser Publikation berücksichtigt wurden oder dass diese die zukünftige Meinungsbildung beeinflussen werden. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit jedoch **keine Garantie** übernommen werden kann. Das Dokument wurde von den namentlich bezeichneten Analysten im Auftrag der SES Research GmbH erstellt. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Eine **Haftung** des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen ist ausgeschlossen. Alle Empfehlungen sind unverbindlich und stellen keine auf eine individuelle Anlagestrategie bezogene Anlageberatung dar. Dieses Dokument stellt **keine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Handel** irgendeines Wertpapiers oder Derivates dar. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem **begrenzten Empfängerkreis** zugänglich gemacht. Die Weitergabe dieser Publikation an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, der Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder Teilen des Inhalts ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung zulässig.

Die SES Research GmbH und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Gesellschafter, Führungskräfte, Kooperationspartner, ihre Kunden und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in den in dieser Publikation beschriebenen Wertpapieren und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesen Wertpapieren basieren oder andere Investments, die sich auf in dieser Publikation veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.