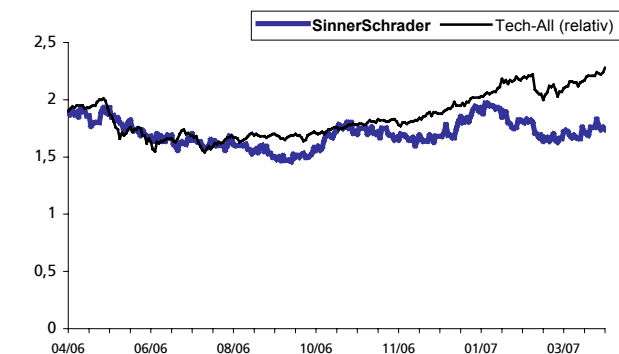


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 2,30**
(alt: Kaufen) mittel

Dynamisches Wachstum – Margenpotenzial nicht ausgeschöpft

Bloomberg: SZZ GY Kurs: EUR 1,74
Reuters: SZZG.DE Tec-AS: 1.112,72
ISIN: DE0005141907
Internet: www.sinerschrader.de
Segment: Prime Standard
Branche: Software

Im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres bestätigte SinnerSchrader das sehr gute Wachstum, das im ersten Quartal gezeigt wurde. Der Umsatz konnte gegenüber dem Vorjahresquartal um 21% verbessert werden. Dieser lag damit abermals über unseren Prognosen. Das operative Ergebnis verbesserte sich absolut gesehen nur geringfügig. Hier hatten wir mit der gezeigten Umsatzentwicklung etwas mehr erwartet. Auf Basis des Nettoergebnisses konnten die Prognose jedoch übertroffen werden. Einmalige Effekte sorgten hier für eine sehr niedrige Steuerquote.



Kursdaten: Bloomberg 16.04.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 1,99 / EUR 1,45
Marktkapitalisierung: EUR 20,08 Mio.
Aktienzahl: 11,54 Mio.

Aktionäre: Free Float 54,30%
M. Schrader u. Familie 21,50%
O. Sinner u. Familie 8,90%
Mitarbeiter (aus IPO) 3,20%
Eigene Aktien 1,10%
Strategischer Investor 11,00%

Termine:

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 17.04.2007
Frank Biller (Analyst) +49-(0)40 309537-14

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658
Steffen Flemming +49-(0)40 3282-2694
Sales Assistance
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

2. Quartal 2006/07				
	berichtet	Prognose	Delta	Vorjahreswert
Umsatz	4,58	4,44	3,2%	3,83
EBITDA	0,26	0,45	-42,22%	0,27
Marge	5,68%	10,14%		7,05%
EBIT	0,16	0,32	-50,00%	0,11
Marge	3,49%	7,21%		2,87%
Nettoerg.	0,29	0,25	16,00%	0,12
Marge	6,33%	5,63%		3,13%
EpA	0,03	0,02	50,00%	0,01

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Tabelle 1; Quelle: SinnerSchrader AG, SES Research

Geschäftsjahresende	08/06	08/07e	08/08e	08/09e	CAGR
Umsatz	15,8	18,2	19,7	21,1	10,1%
Umsatz (alt)		17,7	19,1	20,5	
Delta		2,8%	3,2%	3,0%	
EBITDA	1,2	1,6	2,1	2,3	25,6%
Marge	7,28%	8,79%	10,42%	10,81%	
EBITDA (alt)		1,8	2,2	2,4	
Delta		-11,1%	-6,6%	-4,9%	
EBIT	0,6	1,2	1,6	1,8	44,1%
Marge	3,79%	6,38%	8,00%	8,50%	
EBIT (alt)		1,3	1,7	1,9	
Delta		-10,7%	-7,1%	-5,5%	
Nettoerg.	1,2	1,0	1,2	1,4	5,6%
Marge	7,53%	5,24%	6,31%	6,65%	
Nettoerg. (alt)		1,0	1,3	1,4	
Delta		-4,6%	-4,1%	-2,5%	
EpA	0,10	0,08	0,11	0,12	5,6%
EpA (alt)		0,09	0,12	0,13	
Delta		-8,2%	-6,9%	-3,8%	
Dividende	0,00	0,05	0,05	0,07	n.m.
Rendite	0,00%	2,61%	3,10%	3,85%	
Dividende (alt)		0,05	0,07	0,07	
Delta		0,0%	-22,9%	0,0%	

EpA in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,74 EUR

KUV	1,27	1,10	1,02	0,95
KGV	16,85	21,06	16,11	14,30
EV/Umsatz	0,61	0,53	0,49	0,45
EV/EBITDA	8,31	5,99	4,66	4,20

Das dynamische Wachstum wurde von einem guten Neukundengeschäft und einem sehr guten Mediadienstleistungsgeschäft getragen. Letzteres profitiert zur Zeit stark vom hohen Wachstum der Online-Werbung. Rückläufig waren allerdings die Erlöse im Geschäftsbereich Interaktive Software. Dies ist bedingt durch die übliche Volatilität des Projektgeschäftes. Diese gegensätzliche Entwicklung bei den Erlösen ist auch ein Grund für die schwächer als angenommen ausgefallene operative Marge. Die Margen im Mediadienstleistungsgeschäft waren zuletzt rückläufig. Zudem wurden die Vertriebsaufwendungen und Entwicklungsaufwendungen erhöht.

Gerade vor dem Hintergrund der reduzierten allgemeinen Verwaltungskosten, die gegenüber dem Vorjahresquartal durch geringere Mietaufwendungen erreicht werden konnten, hatten wir eine deutlichere Verbesserung der EBIT-Marge unterstellt.

Ein Highlight des abgelaufenen Quartals war der Launch des neuen OTTO Store. Dieser wurde von SinnerSchrader als Referenzprojekt im Rahmen der Einführung des Microsoft Betriebssystems Windows Vista entwickelt und ermöglicht ein Online-Einkaufserlebnis in 3D. Wir sehen hierin die Innovationsfähigkeit SinnerSchraders bei bedeutenden E-Commerce-Projekten untermauert.

In den kommenden Quartalen sollte mit einem günstigeren Umsatzmix und dem Wegfall einmaligen Aufwandes, der üblicherweise im Q2 anfällt (HV, Geschäftsbericht), wieder ein höheres Margenniveau gezeigt werden.

Mit dem aktuellen Auftragsbestand zeigte sich das Unternehmen sehr zufrieden. Basisbedingt dürfte das gute Wachstum etwas abflachen. Vor diesem Hintergrund hat SinnerSchrader die Guideline bestätigt. Diese sieht vor, im laufenden Geschäftsjahr den Umsatz um 15% auf über EUR 18 Mio. zu steigern und ein operatives Ergebnis von EUR 1,2 Mio. zu erreichen. Wir haben die Prognosen angepasst und die Umsatzprognose angehoben, gleichzeitig die Ergebniserwartung geringfügig reduziert. Unsere Schätzung für das operative Ergebnis entspricht jetzt der Guideline des Unternehmens. Auf die Bewertung haben die Anpassung von Umsatz und Ergebnis gegenläufige Effekte. Das auf einem DCF-Modell beruhende Kursziel von EUR 2,30 belassen wir unverändert.

Kennzahlen (SinnerSchrader)

GuV (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e	Kursdaten				
Umsatz	15,8	18,2	19,7	21,1	Kurs (EUR)	1,74			
Herstellungskosten	8,8	13,1	14,0	15,0	Marktkap. (Mio. EUR)	20			
Rohertrag	4,6	5,1	5,7	6,1	Enterprise Value (Mio. EUR)	10			
Vertriebs- und Verwaltungskosten	4,0	3,9	4,1	4,4					
F&E-Kosten	0,1	0,1	0,1	0,1	Aktienkennzahlen (EUR)				
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	Ergebnis je Aktie	0,10 0,08 0,11 0,12			
EBITDA	1,2	1,6	2,1	2,3	Umsatz je Aktie	1,37 1,58 1,71 1,83			
Abschreibungen	0,6	0,4	0,5	0,5	Free-Cash-Flow je Aktie	-0,01 0,15 0,09 0,11			
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	Dividende je Aktie	0,00 0,05 0,05 0,07			
EBIT	0,6	1,2	1,6	1,8	Bewertungskennzahlen				
Finanzergebnis	0,2	0,3	0,3	0,3	2006	2007e	2008e	2009e	
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	KGV	16,85	21,06	16,11	14,30
EBT	0,8	1,5	1,9	2,1	KUV	1,27	1,10	1,02	0,95
Steuern	-0,4	0,0	0,0	0,0	EV/SALES	0,61	0,53	0,49	0,45
Nettoergebnis vor Minoritäten	1,2	1,0	1,2	1,4	EV/EBITDA	8,31	5,99	4,66	4,20
Nettoergebnis	1,2	1,0	1,2	1,4	EV/EBIT	15,96	8,25	6,06	5,34
Ausschüttung	0,0	0,5	0,6	0,8	KBV	1,74	1,61	1,46	1,33
					Dividendenrendite	0,0%	2,6%	3,1%	3,8%
Cash-Flow (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e	Aktienanzahl (Mio.)	2006	2007e	2008e	2009e
Operativer Cash Flow	1,7	1,4	1,7	1,9	Stammaktien ausstehend	11,54	11,54	11,54	11,54
Free Cash Flow	-0,1	1,7	1,0	1,2	Vorzugsaktien ausstehend				
Investitionen	0,8	0,5	0,5	0,5					
Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e	Rentabilität	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	1,0	1,1	1,1	1,2	EBITDA / Umsatz	7,3%	8,8%	10,4%	10,8%
Immat. Vermögen	0,6	0,2	0,2	0,2	EBIT / Umsatz	3,8%	6,4%	8,0%	8,5%
Net Working Capital	1,7	1,4	1,7	1,8	EBT / Umsatz	5,3%	8,2%	9,4%	9,9%
Umlaufvermögen	13,4	15,2	16,7	18,1	Nettoergebnis / Umsatz	7,5%	5,2%	6,3%	6,6%
Liquide Mittel	10,0	11,8	12,8	14,0	EK-Rendite	10,3%	7,6%	9,1%	9,3%
Eigenkapital	11,5	12,5	13,7	15,1	GK-Rendite	7,9%	5,8%	7,0%	7,2%
Rückstellungen	1,7	1,8	1,8	1,8	ROCE	18,1%	44,5%	54,1%	58,3%
Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0					
Nettoliqidität	10,0	11,8	12,8	14,0	Unternehmensprofil				
Bilanzsumme	15,1	16,5	17,9	19,5	SinnerSchrader zählt zu den führenden Interaktivdienstleistern in Deutschland. Das Leistungsspektrum umfasst die Realisierung, Betreuung und Vermarktung von Internetportalen. Zu den Kunden zählen vorrangig bedeutende Unternehmen und Marken.				
Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS					
Geschäftsjahresende	31.08.2006	31.08.2007	31.08.2008	31.08.2009					
Wachstumsraten	2006	2007e	2008e	2009e	Management				
Umsatz	7,6%	7,6%	10,1%	7,7%	Mathias Schrader (CEO), Thomas Dyckhoff (CFO)				
EBITDA	60,2%	38,8%	28,5%	11,0%					
EBIT	236,9%	93,4%	36,1%	13,6%					
EBT	110,2%	78,4%	24,9%	12,6%					
Nettoergebnis	118,5%	-20,0%	30,7%	12,6%					
Dividende	n.a.	n.m.	18,8%	23,9%					
Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e	Aktionäre				
Herstellungskosten / Umsatz	55,7%	72,0%	71,1%	70,9%	Free Float				54,30%
V- und V.kosten / Umsatz	25,4%	21,4%	21,0%	20,6%	M. Schrader u. Familie				21,50%
F&E-Kosten / Umsatz	0,4%	0,6%	0,3%	0,3%	O. Sinner u. Familie				8,90%
					Mitarbeiter (aus IPO)				3,20%
					Eigene Aktien				1,10%
					Strategischer Investor				11,00%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Rechtshinweis: Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Urheberrechte: Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhaltes oder von Teilen.