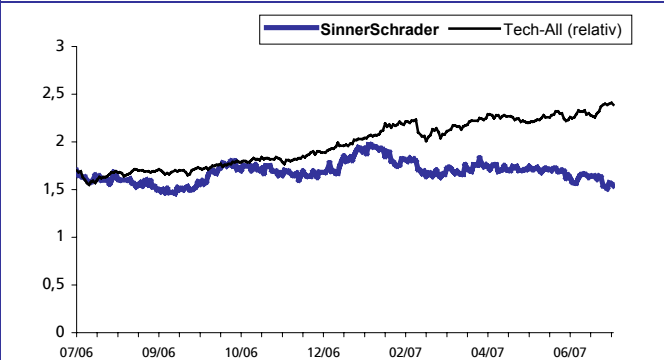


Kaufen
(alt: Kaufen)

Risiko: Kursziel: EUR 2,30
mittel

Auf dem Weg zur Agentur der Zukunft

Bloomberg: SZZ GY Kurs: EUR 1,54
Reuters: SZZG.DE Tec-AS: 1.148,20
ISIN: DE0005141907
Internet: www.sinerschrader.de
Segment: Prime Standard
Branche: Software



Kursdaten: Bloomberg 10.07.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 1,99 / EUR 1,45
Marktkapitalisierung: EUR 17,78 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: 11.07.2007
Alexander Braun (Analyst) +49-(0)40 309537-29

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
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695
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
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Sales Assistance
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

SinnerSchrader gehört zu den führenden Interaktivagenturen in Deutschland. Das Unternehmen betreut mit derzeit ca. 150 Mitarbeitern an den Standorten Hamburg und Frankfurt am Main die Marketing- und Vertriebsaktivitäten seiner Kunden im Internet. Große deutsche Unternehmen wie z.B. comdirect, Otto, oder TUI schätzen die anerkannte Kompetenz von SinnerSchrader im E-Commerce. Durch den Aufbau von kundenspezifischem Know-how erreicht SinnerSchrader eine langfristige Kundenbindung.

Nachdem sich der E-Commerce zu einem etablierten Vertriebskanal für den Handel entwickelt hat, erkennen viele Unternehmen allmählich die Relevanz des Internets als Response und Branding-Medium. SinnerSchrader reagiert auf diese Entwicklung mit einer Neupositionierung: Seit Mai 2007 wird die gesamte Dienstleistungspalette unter einer Dachmarke angeboten. Hierdurch steigert SinnerSchrader die Markenwahrnehmung, stärkt die Zusammenarbeit der verschiedenen Bereiche und positioniert sich so als direkter Berater der Marketing-Entscheider.

Die starke Position im Wettbewerb und das dynamische Marktwachstum im E-Commerce (2005-2009: +37,8% p.a.) erklärt die Entwicklung der **Top-Line**: Umsatz 2005/06 - 2008/09: +33,5%. Obwohl das Ergebnis durch strukturelle Maßnahmen im Rahmen der Neuaufstellung belastet wurde, entwickelt sich die **Bottom-Line** überproportional: EBIT 2005/06 - 2008/09: + 300%. Dieses ist im Wesentlichen auf einen nachlassenden Preisdruck, eine deutlich verbesserte Kostenstruktur (Abbau von Raumüberkapazitäten) und einen leichten operating Leverage zurückzuführen.

Für die nächsten Monate ist weiterhin von positivem Newsflow auszugehen: (1) Aufgrund der nachhaltig verbesserten Ertragslage und gefüllter Kassen (EUR 10,6 Mio. liquide Mittel) halten wir die Ankündigung einer Dividendenzahlung für möglich. (2) SinnerSchrader hat in Bezug auf Akquisitionen bisher eher konservativ agiert, dennoch halten wir mittelfristig die Meldung einer Transaktion für wahrscheinlich. (3) Anfang 2007 wurde in Zusammenarbeit mit Microsoft der neue Otto-Shop gelauncht. Eine dreidimensionale Darstellung und zahlreiche Zusatzfunktionen ermöglichen eine neue Qualität des Online-Shoppings. Dieses Projekt nimmt eine Vorreiterrolle im Bereich E-Commerce unter Windows Vista ein.

Auf Basis eines DCF-Modells beträgt das **Kursziel EUR 2,30**. Dieser Wert wird vom Modell der adjustierten Free Cash Flow Yield untermauert. Das Rating lautet **Kaufen**.

Geschäftsjahresende	08/05	08/06	08/07e	08/08e	08/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,54 EUR					
Umsatz	14,3	15,8	18,2	19,7	21,1
<i>Rohtragsmarge</i>	32,8%	29,1%	28,0%	28,9%	29,1%
EBITDA	0,7	1,2	1,4	2,1	2,3
<i>EBITDA-Marge</i>	5,0%	7,3%	7,9%	10,4%	10,8%
EBIT	0,2	0,6	1,0	1,6	1,8
<i>EBIT-Marge</i>	1,2%	3,8%	5,5%	8,0%	8,5%
Nettoergebnis	0,5	1,2	0,9	1,2	1,4
Ergebnis je Aktie	0,05	0,10	0,08	0,11	0,12
Cash-Flow je Aktie	0,23	-0,10	0,08	0,08	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,50	0,45	0,39	0,36	0,34
EV/EBITDA	9,99	6,23	5,01	3,49	3,14
EV/EBIT	40,32	11,96	7,22	4,54	4,00
KGV	30,80	15,40	19,25	14,00	12,83
ROCE	1,5%	4,8%	7,3%	10,8%	11,3%
Adj. Free Cash Flow Yield	7,8%	8,0%	15,2%	23,6%	26,6%

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Vom führenden E-Commerce-Dienstleister zur Agentur der Zukunft

SinnerSchrader ist ein **Dienstleister und Lösungsanbieter rund um das Thema E-Commerce**. Das Kerngeschäft umfasst die Realisierung von Internet-Portalen für den elektronischen Handel, die Transaktionsabwicklung sowie für Marketing und Vertrieb. Dies beinhaltet sowohl Konzeption und technische Umsetzung als auch das Design der Portale. Neben diesem Kerngeschäft verfügt SinnerSchrader über ein Dienstleistungsspektrum, das im Wesentlichen Planung und Management von Onlinevermarktungskampagnen, den technischen Betrieb und die Betreuung der IT-Lösungen sowie die Analyse des Verhaltens von Internet-Nutzern umfasst. Dabei gilt das 1996 gegründete und seit 1999 börsennotierte Unternehmen als ein Pionier im Bereich E-Commerce-Lösungen.

Die Unterteilung in die fünf operativen Bereiche Neue Informatik, Studios, Analyse, Betrieb und Media hat SinnerSchrader im Mai dieses Jahres aufgelöst. Mit diesem Schritt soll die Wahrnehmung der bisherigen Dachmarke SinnerSchrader geschärft und die Zusammenarbeit der verschiedenen Bereiche untereinander gestärkt werden. Im Rahmen dieser Neuaufstellung wurde zudem die Erweiterung des Geschäftsfeldes vorangetrieben:

- Die bisherige Ansiedlung von SinnerSchrader hinter den klassischen Werbeagenturen verändert sich zunehmend. Immer häufiger sind Kampagnen nicht bloß auf die Online-Adaption einer ursprünglich auf die klassischen Werbeinstrumente ausgerichteten Kampagne beschränkt. Dieser Trend lässt sich an der beobachtbaren Umschichtung des Marketingetats in Richtung digitales Marketing ablesen.
- Im Zuge der Neuaufstellung hat sich SinnerSchrader mit dem ehemaligen Springer & Jacoby Beratungschef Laurent Burdin einen Vertreter der klassischen Werbung ins Unternehmen geholt. Dieser Schritt verdeutlicht die Bemühungen, das Know-how für digitales und klassisches Marketing unter einem Dach zu integrieren um durch die Zusammenarbeit der beiden Bereiche die Synergieeffekte heben zu können.
- Mit der Strukturierung des operativen Geschäfts in drei Säulen sollen interne Prozesse optimiert und Wege verkürzt werden.

Wettbewerbs- und Unternehmensqualität

SinnerSchrader ist auf einem stark fragmentierten und sehr wettbewerbsintensiven Markt tätig. Prinzipiell herrschen relativ geringe Markteintrittsbarrieren. Allerdings dürfte bezüglich bedeutender Portale die Entscheidung immer zwischen den führenden Interaktivdienstleistern und Agenturen ausfallen. Trotz der jüngsten Entwicklung zur Branchenkonsolidierung (Übernahme von Elephant Seven durch Pixelpark) gehen wir auch mittelfristig von einem fragmentierten Markt aus. Diese Einschätzung resultiert vor allem daraus, dass die Geschäftsmodelle geringe Skaleneffekte aufweisen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Zahlreiche erfolgreiche Projekte und Internetportale haben SinnerSchrader als einen der führenden Interaktivdienstleister etabliert. Die hohe Wettbewerbsqualität basiert vor allem auf:

- **einem starken Markennamen:** SinnerSchrader gehört zu den sechs umsatzstärksten Agenturen (siehe New Media Ranking 2007 auf Seite 7) in Deutschland. Insbesondere bei der Budgetvergabe für größere Projekte (bspw. simyo als erste reine Discount- und E-Commerce Marke im Mobilfunk) greifen die Unternehmen auf leistungsstarke und erfahrene Dienstleister wie SinnerSchrader zurück.
- **einer starken Kundenbindung:** Langjährige Geschäftsbeziehungen, gepaart mit einer umfassenden Expertise in den Bereichen Finanzdienstleistungen, Handel und Konsum, Medien, Telekommunikation, Transport und Touristik erzeugen eine sehr starke Kundenbindung und schützen somit vor Wettbewerbern.
- **einem guten Track Record:** Erfolgreiche Portale wie die 2002 gelaunchte Seite der comdirect Bank verdeutlichen die Leistungsfähigkeit von SinnerSchrader und tragen somit zum Vertrauensgewinn auf Kundenseite bei.
- **einem umfassenden Know-how in der Markenführung:** Die starke Kundenbindung erlangt SinnerSchrader auch durch den Aufbau von kundenspezifischem Know-how. Hierzu gehören das kundenindividuelle Wissen im Bereich Markenführung und Produktpäsentation, Kenntnisse über das Verhalten der relevanten Internetnutzer und Endkunden sowie die technische Betreuung und Wartung der implementierten Anwendungen und IT-Struktur.
- **einem Wandel zur Lead Agentur:** Die Agentur-Lead-Funktion wird verstärkt aus dem Online-Bereich heraus entwickelt. Die Verpflichtung des Ex-Springer & Jacoby-Managers Laurent Burdin verdeutlicht, dass SinnerSchrader im Gegensatz zu zahlreichen Konkurrenten auf diese Entwicklung mit einem Zugewinn an klassischer Marketing-Expertise reagiert hat. Zusammen mit dem Know-how im Online-Marketing ist SinnerSchrader für den zukünftigen Marketingwandel gut aufgestellt.
- **einer konsequenten Fokussierung auf die Kernkompetenzen:** SinnerSchrader agiert als klar fokussierter Dienstleister für Online-Marketing und –Vertrieb und grenzt sich hierdurch von vielen Konkurrenzunternehmen ab. Weder die Positionierung als klassischer IT-Dienstleister noch der Einstieg in die klassische Werbung ist vorgesehen.

Umsatz- und Ertragswachstum

Unabhängig vom Verhalten einzelner Kunden bewegt sich SinnerSchrader in einem **dynamisch wachsenden Markt**. Neben dem guten konjunkturellen Umfeld und Nachholeffekten aufgrund der Investitionszurückhaltung der Unternehmen in den Jahren 2001 bis 2004 forcieren vor allem folgende Faktoren das Marktwachstum:

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

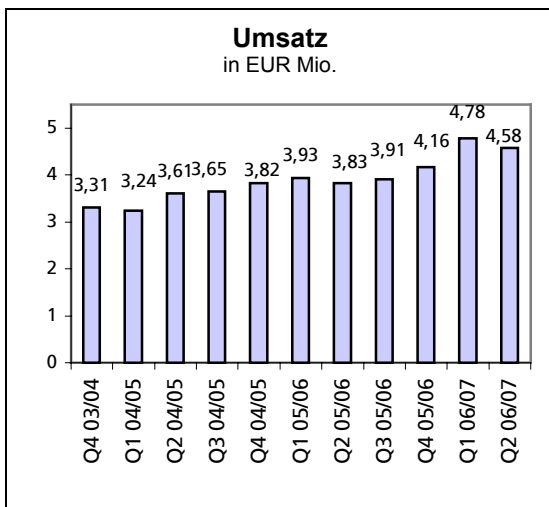
- Das Volumen des E-Commerces nimmt dynamisch zu. Das Marktwachstum in Europa zwischen 2005 und 2009 liegt bei durchschnittlich 37,8% pro Jahr (EITO).
- Aufgrund der steigenden Bedeutung des Internets findet eine Verlagerung der Werbe- und Marketingbudgets von klassischen Medien zu Gunsten des Internets statt. Der Bundesverband der digitalen Werbewirtschaft (BVDW) beziffert den Anstieg des Volumens der Onlinewerbung für 2006 auf 59%.
- Der Markt für IT-Dienstleistung verzeichnet ein solides Wachstum, das im mittleren einstelligen Prozentbereich liegt.

Bei einem anhaltend guten konjunkturellen Umfeld sehen wir den für SinnerSchrader relevanten Markt in diesem Jahr um 15% bis 20% wachsen. In den kommenden Jahren sollte das Wachstum Basiseffekt bedingt etwas abnehmen.

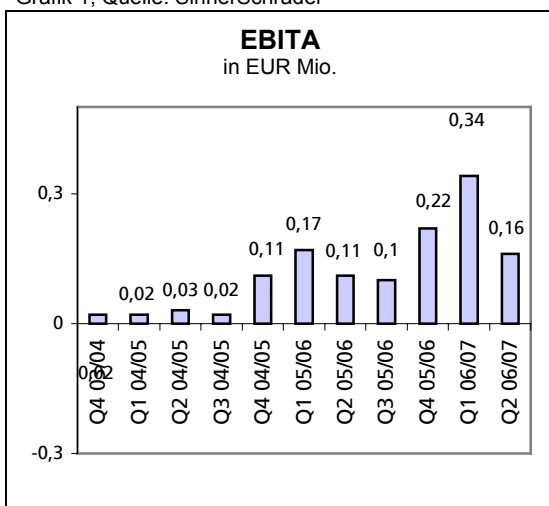
Wachstumsdynamik hält an

Das gute Wachstum des Geschäftsjahres 2005/06 dürfte sich auch im laufenden Geschäftsjahr fortsetzen. Hierfür sprechen das anhaltend positive Marktumfeld mit den zuvor erwähnten Wachstumstreibern und die Wachstumsziele SinnerSchraders. Nach dem Erlöswachstum von 10,5% auf EUR 15,8 Mio. in 2005/06 strebt SinnerSchrader eine Steigerung der Erlöse von ca. 15% im Geschäftsjahr 2006/07 an. In den darauffolgenden Jahren gehen wir für den Umsatz von hohen einstelligen Wachstumsraten aus, allerdings dürften bei günstigem konjunkturellem Verlauf auch weiterhin niedrige zweistellige Wachstumsraten möglich sein.

Das Margenniveau sollte SinnerSchrader in 2006/07 weiter verbessern können. Bereits im Geschäftsjahr 2005/06 wurde das EBIT auf EUR 0,6 Mio. mehr als verdreifacht. Damit wurde die E-BIT-Marge um 2,5 Prozentpunkte auf 3,8% gesteigert. Einhergehend wurde auch das Nettoergebnis mehr als verdoppelt. Dabei profitierte SinnerSchrader von der Aktivierung latenter Steuern auf Verlustvorträge. Hauptgrund für die anhaltende Margenverbesserung ist eine Reduzierung der Kostenbasis. Dies wird durch Beendigung eines Mietvertrages und den Umzug in neue Geschäftsräume erreicht. Dadurch wurden erhebliche Raumüberkapazitäten abgebaut und günstigere Mietkonditionen erreicht. Der Effekt für die EBIT-Marge in 2006/07 dürfte bei 3 Prozentpunkten liegen (ca. EUR 0,6 Mio.) und wirkt sich positiv auf die allgemeine Verwaltungskostenquote aus. Zudem sollte auch das weitere Wachstum etwas zur Margenverbesserung beitragen. Der Aufwand für Overhead steigt unterproportional zum Umsatz. Darüber hinaus lassen sich allerdings durch das Geschäftsmodell kaum Skaleneffekte realisieren. Insgesamt gehen wir auf Jahresbasis davon aus, dass sich das EBIT auf EUR 1,0 Mio. erhöht. Da SinnerSchrader allerdings im laufenden Jahr wieder eine „normale“ Steuerquote aufweisen wird, gehen wir von einem Rückgang des Nettoergebnisses von EUR 1,2 Mio. auf TEUR 940 aus. Die ehemalige Guideline von SinnerSchrader sah ein EBIT von EUR 1,2 Mio. vor. Aufgrund von Kosten durch die Neuaufstellung musste die Guideline auf EUR 1



Grafik 1; Quelle: SinnerSchrader



Grafik 2; Quelle: SinnerSchrader

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
<p>Mio. korrigiert werden. SinnerSchrader richtet die Guideline am EBITA aus, da aber derzeit keine Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte anfallen, ist dieses identisch mit dem EBIT.</p> <p>Die Mittelausstattung mit einer Nettoliquidität von EUR 10,6 Mio. (28.02.2007) stellt eine gute Basis für weiteres dynamisches organisches und eventuelles anorganisches Wachstum dar. Das zum Geschäftsjahresende deutlich angestiegene Working Capital sollte in den folgenden Jahren ein Niveau von rund 8% vom Umsatz erreichen.</p> <p>Zurzeit mindern Investitionen in weiteres Wachstum - im Wesentlichen Personalaufbau - die Margenverbesserung etwas. Bis zur vollen Produktivität neuer Mitarbeiter ist eine gewisse Vorlaufzeit notwendig. Dies lässt allerdings noch Spielraum für eine weitere moderate Margenverbesserung in 2007/08. Dann operiert SinnerSchrader bei einem guten Margenniveau, das wir auch als ein nachhaltig erzielbares Margenniveau erachten.</p> <p>Guter Start in neues Geschäftsjahr</p> <p>Im H1 2006/07 zeigte SinnerSchrader eine Wachstumsbeschleunigung. Der Umsatz lag mit EUR 9,4 Mio. um 21% über dem des entsprechenden Vorjahreszeitraumes. Gleichzeitig verbesserte sich vor allem aufgrund einer deutlich niedrigeren Verwaltungskostenquote die EBIT-Marge signifikant. Bei einer auf 5,3% verbesserten EBIT-Marge wurde das EBIT um 77% gesteigert. Im Vorjahresvergleich belastend wirkten sich lediglich höhere Mediakosten aus. Dies ist darauf zurückzuführen, dass SinnerSchrader im Vorjahreszeitraum sehr gute Margen im Performance-basierten Online-Marketing erzielte. Dabei waren die Aktivitäten auf die Restplatzverwertung ausgerichtet. Durch die gute Branchenkonjunktur wurde das Geschäftsmodell unattraktiv. Dementsprechend hat SinnerSchrader das Geschäftsmodell umgestellt und vereinnahmt beim Online-Marketing marktübliche Agenturprovisionen. Damit sollte auch der Margendruck durch steigende Mediakosten zum Stillstand gekommen sein. Auf Basis dieser operativen Entwicklung wurde im Q1 2006/07 auch das Nettoergebnis verdoppelt.</p> <p>Insgesamt fiel die Entwicklung im ersten Halbjahr 2006/07 etwas besser aus als von uns zuvor angenommen.</p> <p>Bewertung</p> <p>Wir haben folgende Ansätze zur Ermittlung des fairen Werts der SinnerSchrader Aktie verwendet</p> <ul style="list-style-type: none"> • Das DCF-Modell ergibt einen angemessenen Wert von EUR 2,30 je Aktie. • Der Peer Group Vergleich zeigt einen Bewertungsabschlag gegenüber dem Peer-Group-Durchschnitt an. Die Aussagekraft der Peer-Group-Analyse ist allerdings begrenzt. • Der adjustierte Free Cash Flow Yield zeigt einen Wert je Aktie von EUR 1,87 bzw. EUR 2,39 auf Basis der Schätzungen für 2006/07 bzw. 2007/08. 						

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Bei der Festlegung des Kursziels haben wir uns vorrangig an das DCF-Modell gehalten. Das Kursziel sehen wir durch die beiden weiteren Verfahren hinreichend plausibilisiert.

Newsflow

Mit dem kurz- und mittelfristigen Newsflow sollte SinnerSchrader an die letzten Quartale anknüpfen. In den weiteren Quartalen des aktuellen Geschäftsjahres wird sich voraussichtlich die Ergebnisverbesserung aus zuvor erwähnten Gründen fortsetzen. Zudem sollte die **gute Branchenkonjunktur** Bestand haben. Nach dem Bericht für das erste Halbjahr 2006/07 halten wir auch im aktuellen Quartal ein Übertreffen unserer Wachstumserwartungen für möglich.

Wenngleich SinnerSchrader bezüglich Akquisitionen bisher sehr zurückhaltend agiert hat, halten wir hier mittelfristig die Vermeldung einer Transaktion für wahrscheinlich.

Aufgrund der nachhaltig verbesserten Ertragslage und der hohen Nettoliquidität halten wir, sofern nicht eine sehr umfangreiche Akquisition bekannt gegeben wird, die Ankündigung der Aufnahme einer Dividendenzahlung gegen Geschäftsjahresende für möglich.

Schlussfolgerung

SinnerSchrader zählt zu den führenden Interaktivdienstleitern in Deutschland. Wir sehen das Unternehmen gut aufgestellt, um vom derzeit guten Marktwachstum voll zu profitieren. Eine **verbesserte Kostenstruktur und weiteres Wachstum** sollte zu einer anhaltend dynamischen Ergebnisentwicklung führen. Das Kursziel sehen wir auf Basis eines DCF-Modells bei EUR 2,30. Dieser Wert wird auch durch das Modell der adjustierten Free Cash Flow Yield untermauert.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Wettbewerbsintensiver, fragmentierter Markt

Der Markt der Interaktivdienstleister ist stark fragmentiert und sehr wettbewerbsintensiv. Insgesamt umfasste das New Media Ranking 2007 265 Unternehmen, allerdings teilweise mit nur sehr geringen Honorarumsätzen. Neben den unabhängigen Agenturen sind auch die großen Netzwerk-Agenturen und deren Online-Aktivitäten zu den Wettbewerben zu zählen.

Pixelpark und Elephant Seven Platzierung im New Media Service Ranking 2007						
Rang	Vorjahr	Firma	Honorarumsatz in 2006 in Mio. Euro	Umsatzänderung gegenüber 2005 in %	Festangestellte zum 31.12.2006	
1	1	T-Systems Multimedia Solutions	58,00	7,20	374	
2	2	Sapient	27,60	18,90	445	
3	3	Pixelpark AG	24,90	26,10	252	
4	6	I -D Media AG	18,52	18,70	120	
5	6	Syzygy Deutschland GmbH	18,37	26,20	108	
6	5	SinnerSchrader AG	17,05	12,10	155	
7	7	Plan. Net Gruppe	14,80	30,10	130	
8	9	dmc digital media center GmbH	13,50	32,40	128	
9	8	Elephant Seven	12,23	14,10	129	
10	12	jaron.DIRECT GmbH	12,00	46,30	60	

Grafik: 3; Quelle: New Media Service Ranking 2007

Prinzipiell herrschen in der Branche relativ niedrige Markteintrittshürden. Allerdings dürfte bezüglich bedeutender Portale die Entscheidung immer zwischen den führenden Interaktivdienstleistern und Agenturen ausfallen. Trotz der jüngsten Entwicklung zur Branchenkonsolidierung (Übernahme von Elephant Seven durch Pixelpark) gehen wir auch mittelfristig von einem fragmentierten Markt aus. Diese Einschätzung resultiert vor allem daraus, dass die Geschäftsmodelle geringe Skaleneffekte aufweisen.

SinnerSchrader: eine starke Marke

SinnerSchrader gilt als ein **Pionier für E-Commerce-Lösungen**. Das Platzen der New-Economy-Blase und der vorübergehende starke Vertrauensverlust der Investoren in den Sektor hat dem Markennamen SinnerSchrader auf Kundenseite nicht schaden können. Die hohe Wettbewerbsqualität von SinnerSchrader basiert auf:

- dem starken Markennamen
- einer starken Kundenbindung
- einem guten Track Record
- einem umfassenden Know-how in der Markenführung
- einem Wandel zur Lead Agentur
- einer konsequenten Fokussierung auf die Kernkompetenzen



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Ein starker Markenname

SinnerSchrader wurde 1996 gegründet und gehört heute zu den führenden Interaktivdienstleistern in Deutschland. Das Unternehmen verfügt über anerkannte Kompetenz für alle Phasen des digitalen Marketingprozesses. SinnerSchrader gehört zu den sechs größten (gemessen am Honorarumsatz) Interaktivdienstleistern in Deutschland. Infolge des starken Markennamens wird SinnerSchrader bei zahlreichen Ausschreibungen berücksichtigt. Insbesondere bei der Budgetvergabe für größere Projekte (bspw. simyo als erste reine Discount- und E-Commerce Marke im Mobilfunk) greifen die Unternehmen auf leistungsstarke und erfahrene Dienstleister wie SinnerSchrader zurück.

Eine starke Kundenbindung

Zu zahlreichen Kunden pflegt SinnerSchrader langjährige Beziehungen. Einige Unternehmen werden schon seit mehr als acht Jahren betreut (comdirect seit 1997, Yellow Strom seit 1998 oder Tchibo seit 1999). Vorrangig stammen die Kunden aus den Bereichen Finanzdienstleister, Handel und Konsumgüter, Medien, Telekommunikation, Transport und Touristik. Diese Branchenschwerpunkte sind auch dadurch bedingt, das insbesondere für diese Branchen das Internet einen wichtigen Vertriebskanal darstellt. Die langjährigen Partnerschaften, gepaart mit einer umfassenden Expertise in den genannten Branchen, erzeugen eine sehr starke Kundenbindung und schützen somit vor Wettbewerbern.

Referenzkunden		
<p>Finanzdienstleistungen</p> <p>1822direkt comdirect bank Deutsche Bank Deutscher Herold maxblue Victoria Versicherungen</p>	<p>Handel und Konsumgüter</p> <p>Coca-Cola Conley's discount24 ECCO Gore Impressiones OTTO Prämie Direkt Swarovski Tchibo</p>	<p>Medien</p> <p>arena Dow Jones News Horizont Süddeutsche Zeitung wvd Group</p>
<p>Mobilität</p> <p>CarDelMar DaimlerChrysler Europcar interRent Toll Collect Volkswagen</p>	<p>Telekommunikation</p> <p>DeTeCardService simyo Talkline T-Online</p>	<p>Touristik</p> <p>A-Rosa CruiseDeals.co.uk Hapag-Lloyd Flug hlx.com Thomsonfly.com Thomson.co.uk</p>

Grafik: 4; Quelle: SinnerSchrader

Ein guter Track Record

Als Interaktivagentur der ersten Stunde kann SinnerSchrader mit Projekten wie comdirect Bank (als erfolgreichste Direktbankenausrüstung in Deutschland; gelauncht 1997) und hlx (heute TUIFly; gelauncht 2002) die Leistungsfähigkeit des Unternehmens unterstreichen. Insbesondere bei der Betreuung bedeutender Portale kann SinnerSchrader durch den guten Track Record das Vertrauen der Kunden gewinnen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Know-how in der Markenführung

Den bisherigen Erfolg des Unternehmens sehen wir auch in der langfristigen Bindung der Kunden. Dies gelingt SinnerSchrader durch den Aufbau kundenspezifischen Know-hows, womit ein Mehrwert für Kunden geschaffen wird. Gleichzeitig wird in den erfolgreichen Kundenbeziehungen das Potenzial des Vertriebswegs Internet ausgeschöpft und Prozesse optimiert. Die Kundenbindung und das kundenspezifische Know-how basieren auf verschiedenen Faktoren. Hierzu gehören das kundenindividuelle Wissen im Bereich Markenführung und Produktpräsentation, die Kenntnis des Verhaltens der relevanten Internetnutzer und Endkunden sowie die technische Betreuung und Wartung der implementierten Anwendungen und IT-Infrastrukturen.

Wandel zur Lead Agentur

Die Unternehmen erkennen zunehmend die Relevanz des Internets als Response- und Branding-Medium. Die Agentur-Lead-Funktion wird aus diesem Grund verstärkt aus dem Online-Bereich heraus entwickelt. Viele klassische Werbeagenturen verfügen über keinen ausreichenden digitalen Sachverstand um Online-Werbekampagnen umzusetzen. Auf der anderen Seite fehlt es vielen Interaktivdienstleistern an dem für die Lead-Funktion einer Werbekampagne notwendigen Strategie- und Marketing-Know-how. Die Verpflichtung des Ex-Springer & Jacoby-Managers Laurent Burdin (Aufbau und Leitung von Springer & Jacoby France, zuletzt Geschäftsführer und Mercedes-Benz-Beratungschef bei Springer & Jacoby in Hamburg) verdeutlicht, dass SinnerSchrader auf diese Entwicklung mit einem Zugewinn an klassischer Marketing-Expertise reagiert hat. Zusammen mit dem Know-how im Online-Marketing ist SinnerSchrader für den zukünftigen Marketingwandel gut aufgestellt.

Konsequente Fokussierung auf die Kernkompetenzen

Mit ihrem Leistungsspektrum agiert die SinnerSchrader AG als **klar fokussierter Dienstleister für Online-Marketing und -Vertrieb**. Obwohl SinnerSchrader das Leistungsspektrum gemäß den Markterfordernissen ausbaut und anpasst, stößt das Unternehmen nicht in neue Geschäftsfelder vor, wie es teilweise am Markt beobachtbar ist. Weder die Positionierung als klassischer IT-Dienstleister noch der Einstieg in die klassische Werbung ist vorgesehen. Trotz dieser klaren Ausrichtung sind **Zukäufe weiterhin ein Thema**. Dabei gehen wir davon aus, dass diese vorrangig zur Stärkung des Kerngeschäfts getätigt werden sollten. Allerdings hat SinnerSchrader bisher vorsichtig bei Akquisitionen agiert. Doch auch ohne Zukäufe bietet der Markt sehr gute Voraussetzungen für weiteres Wachstum.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Wachstum setzt sich fort

Unsere Wachstumserwartungen für die einzelnen Geschäftsbereiche und damit für SinnerSchrader insgesamt basieren auf folgenden Faktoren:

- Die Zunahme der Bedeutung des elektronischen Handels und des Internets als Vertriebsweg hält an. Handel und Dienstleister erzielen zunehmende Anteile ihrer Erlöse über den Vertriebsweg Internet. In 2005 betrug das Volumen des E-Commerce (nur B2C) in der EU (EU 15 plus Norwegen und Schweiz) EUR 125,3 Mrd. Bis 2009 soll dieses Volumen auf EUR 451,3 Mrd. ansteigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen Wachstumsrate (CAGR) von 37,8% pro Jahr (EITO). Diese Entwicklung erfordert von Unternehmen entsprechende Investitionen in Internetportale und Online-Marketing. Unterstützt wird diese Entwicklung durch eine zunehmende Verbreitung schneller Internetzugänge und ausgereifter Online-Zahlungslösungen.
- Das Internet gewinnt für Werbe- und Kommunikationsmaßnahmen weiter an Bedeutung. Dies führt zu einer Umschichtung der Werbebudgets von klassischer Werbung zur Online-Werbung. In 2006 wuchs der Deutsche Online-Werbemarkt um 59% auf EUR 1,65 Mrd. (BVDW/OVK), damit lag der auf das Internet entfallende Anteil der gesamten Werbeausgaben (lt. ZAW ca. EUR 30 Mrd. in 2006) lediglich bei 5,5%, was weiteres Steigerungspotenzial zulässt. Mit den steigenden Investitionen in Online-Werbung wird der Entwicklung Rechnung getragen, dass die durchschnittliche Dauer der Internetnutzung steigt, dabei ist die Nutzung anderer Medien teilweise rückläufig. Zudem soll der Anteil der Internetnutzer an der Gesamtbevölkerung von 63% auf knapp 80% in 2009 zulegen (EITO).
- Auch die IT-Investitionen profitieren von der gestiegenen Investitionsneigung der Unternehmen. So erhöhte sich das Marktvolumen in Europa in 2006 um 5,3%. Mit 5,4% wird auch für 2007 ein Zuwachs in dieser Größenordnung erwartet (EITO). Damit entwickelt sich der Sektor besser als die Gesamtwirtschaft.

Die Einschätzung des Marktwachstums wird durch das Wachstum der wichtigsten Wettbewerber SinnerSchraders untermauert. Das Wachstum der zehn Ranglistenführer des New Media Service Rankings lag gleichverteilt in 2006 bei 23%. Damit wuchs SinnerSchrader weniger stark als seine Peers.

Bereits 2005/06 mit deutlicher operativer Verbesserung

Im Geschäftsjahr 2005/06 steigerte das Unternehmen den Umsatz um 10,5% auf EUR 15,82 Mio. Das Wachstum war ausschließlich organischer Natur. Wenngleich in unterschiedlichem Umfang wurde das Wachstum von allen drei Geschäftsbereichen getragen. Mit dem Gesamtjahresumsatz bewegte sich SinnerSchrader innerhalb

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

der angestrebten Bandbreite. Die Guideline sah ein Wachstum von 10% bis 15% vor.

Auch ergebnisseitig konnte SinnerSchrader in 2005/06 deutliche Verbesserungen erzielen. Das EBIT lag mit EUR 0,6 Mio. deutlich über dem des Vorjahres (EUR 0,17 Mio.). Die erreichte EBIT-Marge bewegte sich mit 3,8% noch deutlich unter einem angemessenen Zielniveau. Im Vorjahresvergleich profitierte SinnerSchrader von deutlich niedrigen Verwaltungskosten und dabei insbesondere vom Wegfall von Restrukturierungsaufwand (EUR 0,36 Mio.). Belastend wirkte sich hingegen im abgelaufenen Geschäftsjahr der Margenrückgang im Bereich Mediadienstleistungen aus. Dies resultierte aus deutlich gestiegenen Mediakosten aufgrund des guten Online-Werbemarktes. Während der Personalaufwand in 2005/06 gegenüber dem Vorjahr konstant gehalten wurde, spiegelte sich das höhere Geschäftsvolumen vor allem in höherem Aufwand für Fremdleistungen wider.

Das Nettoergebnis verbesserte sich von EUR 0,54 Mio. auf EUR 1,2 Mio. Während das Finanzergebnis mit EUR 0,23 Mio. in etwa auf Vorjahresniveau lag, konnte ein Steuerertrag aus der Aktivierung latenter Steuern aus Verlustvorträgen von EUR 0,36 Mio. (Vorjahr: EUR 0,15 Mio.) realisiert werden. Damit sind auf alle steuerlich nutzbaren Verlustvorträge aktive latente Steuern gebildet worden, wodurch sich künftig die Steuerquote normalisieren dürfte.

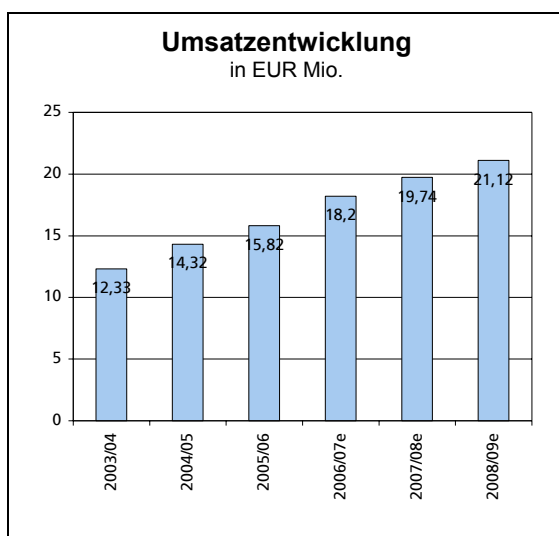
Ergebnisseitig konnte SinnerSchrader die eigene Guideline, die ein EBITA (ist identisch mit EBIT, da keine Amortisationen anfallen) in der Bandbreite von EUR 0,3 bis 0,5 Mio. vorsah, leicht übertreffen.

Start ins neue Geschäftsjahr

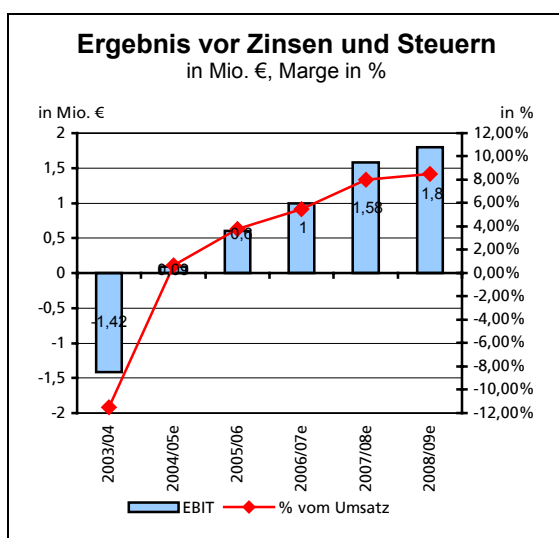
Im H1 2006/07 zeigte SinnerSchrader eine Wachstumsbeschleunigung und Ergebnisverbesserung. Während der Umsatz um 21% gesteigert werden konnte, lag das operative Ergebnis bereits bei EUR 0,5 Mio. – nach EUR 0,6 Mio. im gesamten letzten Geschäftsjahr. Damit fielen die Geschäftszahlen etwas besser aus als von uns angenommen. Das Umsatzwachstum von 21% lag außerdem über der Umsatzsteigerung von 15%, die vom Unternehmen für das Gesamtjahr angestrebt wird. Hauptgrund für die erfreuliche Umsatzentwicklung war ein gutes Neukundengeschäft. Hier sind insbesondere arena, OTTO, ECCO und Swarovski zu nennen, mit denen im entsprechenden Vorjahresquartal noch keine Umsätze generiert wurden. Das höhere Margenniveau (EBIT-Marge: 5,3%) wurde vor allem durch eine deutlich geringere Aufwandsquote bei den allgemeinen Verwaltungskosten erreicht. Diese konnte um 5 Prozentpunkte auf 14% verringert werden. Die Verbesserung resultiert hauptsächlich aus geringerem Mietaufwand. Auf Segmentebene zeigte sich gegenüber dem Vorjahr ein gemischtes Bild bei der Entwicklung der operativen Profitabilität. Die Gründe hierfür wurden zuvor erläutert.

Unsere Wachstumserwartungen für das laufende Geschäftsjahr 2006/07 stützen sich auf die zuvor geschilderte Marktentwicklung. Für das Geschäftsjahr erwarten wir ein Umsatzwachstum von 15%.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 5; Quelle: SinnerSchrader, SES Research



Grafik 6; Quelle: SinnerSchrader, SES Research

Deutliche Margenverbesserung zeichnet sich ab

Die Margenverbesserung resultiert in 2006/07 vor allem aus dem erfolgten Abbau von Raumüberkapazitäten und zum Umsatz unterproportional steigenden Holdingkosten. Beides zusammen sollte auf Jahresbasis zu einer um 3,9 Prozentpunkte auf 14,5% verringerten Verwaltungskostenquote führen. Dies erachten wir angesichts der geringen Größe des Unternehmens für eine börsennotierte Holding als Zeichen schlanker Strukturen. Doch nicht nur die Kostenseite trägt zu Margenverbesserung bei, auch die Entspannung an der Preisfront, die SinnerSchrader verspürt, sollte einen leicht positiven Ergebniseffekt haben.

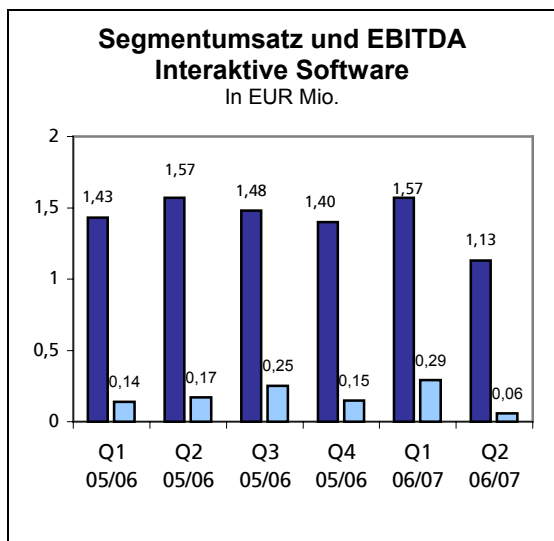
Gegenläufige Effekte haben die im Vorjahresvergleich niedrigen Margen im Geschäftsfeld Media aufgrund höherer Mediakosten und der Aufbau der Mitarbeiterkapazitäten und Umstrukturierung. Zweites sollte nur temporäre Auswirkungen haben. Vor diesem Hintergrund sollte die EBIT-Marge im gesamten Geschäftsjahr 2006/07 bei 5,5% liegen, was einem EBIT von EUR 1 Mio. entspricht. Da SinnerSchrader allerdings ab dem laufenden Jahr wieder eine „normale“ Steuerquote ausweisen wird, gehen wir von einem Rückgang des Nettoergebnisses von EUR 1,2 Mio. auf TEUR 940 aus. Die Steuern sind aber nur zu einem geringen Teil liquiditätswirksam.

Im Geschäftsjahr 2007/08 ist das Margenpotenzial aufgrund der strukturellen Maßnahmen noch nicht ausgeschöpft. Allerdings sollten sich im weiteren Jahresverlauf mit anhaltendem Wachstum der Rückgang der Vorlaufkosten im Zusammenhang mit neu eingestellten Mitarbeitern positiv auf das Margenniveau auswirken. Das Umsatzwachstum sollte bei rund 8% liegen, was vor dem Hintergrund der Marktentwicklung eine defensive Einschätzung ist. Der Wachstumstrend sollte auch für 2008/09 Bestand haben. Durch die begrenzten Skaleneffekte, die mit weiterem Wachstum realisierbar sind, ist davon auszugehen, dass ab 2008/09 die EBIT-Marge konstant bleibt. Dieses führt zu einer geringfügigen überproportionalen Verbesserung des operativen Ergebnisses zum Umsatz.

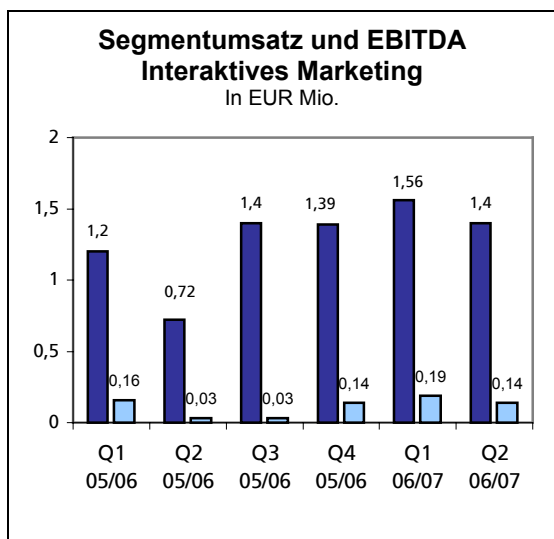
Geschäftsjahresende	08/05	08/06	08/07e	08/08e	08/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,54 EUR					
Umsatz	14,3	15,8	18,2	19,7	21,1
<i>Rohertragsmarge</i>	32,8%	29,1%	28,0%	28,9%	29,1%
EBITDA	0,7	1,2	1,4	2,1	2,3
<i>EBITDA-Marge</i>	5,0%	7,3%	7,9%	10,4%	10,8%
EBIT	0,2	0,6	1,0	1,6	1,8
<i>EBIT-Marge</i>	1,2%	3,8%	5,5%	8,0%	8,5%
Nettoergebnis	0,5	1,2	0,9	1,2	1,4
Ergebnis je Aktie	0,05	0,10	0,08	0,11	0,12
Cash-Flow je Aktie	0,23	-0,10	0,08	0,08	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,50	0,45	0,39	0,36	0,34
EV/EBITDA	9,99	6,23	5,01	3,49	3,14
EV/EBIT	40,32	11,96	7,22	4,54	4,00
KGV	30,80	15,40	19,25	14,00	12,83
ROCE	1,5%	4,8%	7,3%	10,8%	11,3%
Adj. Free Cash Flow Yield	7,8%	8,0%	15,2%	23,6%	26,6%

Tabelle 1. Quelle: SES Research

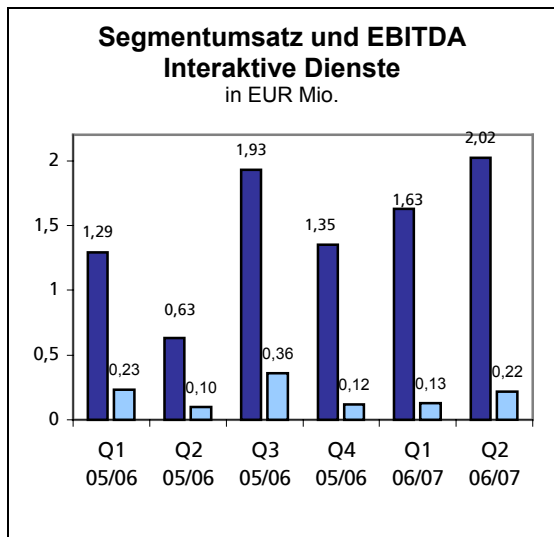
Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 7; Quelle: SinnerSchrader



Grafik 8; Quelle: SinnerSchrader



Grafik 9; Quelle: SinnerSchrader

Segmentbetrachtung

Wenngleich sich SinnerSchrader einer guten Nachfrage gegenüber sieht, eine hohe Auslastung verzeichnet und aufgrund des guten Marktumfeldes auch Preissteigerungen durchsetzen kann, wird die sich abzeichnende Ergebnisverbesserung vor allem durch geringere Holdingkosten erreicht. Die Leerkosten aus den Raumüberkapazitäten wurden nicht auf Segmente umgelegt. Dementsprechend fällt die Ergebnisverbesserung bei den operativen Einheiten weniger deutlich aus, als es sich auf Konzernebene darstellt. Trotz der Reintegration der GmbHs SinnerSchrader Neue Informatik und SinnerSchrader Studios in die SinnerSchrader Deutschland GmbH und der damit einhergehenden Auflösung der bisherigen Segmente soll in dieser Studie zur besseren Vergleichbarkeit eine Segmentbetrachtung in der alten Struktur vorgenommen und die Segmente Interaktive Software, Interaktives Marketing und Interaktive Dienste betrachtet werden. Aufgrund der Neupositionierung wird die bisherige Segmentierung an Bedeutung verlieren bzw. wegfallen.

Interaktive Software

Der Segmentumsatz erreichte zuletzt nur moderate Zuwächse, allerdings die höchste Konstanz der drei Segmente. Die Zuwächse schöpfen aus unserer Sicht das Marktpotenzial nicht voll aus. Die Entwicklung war geprägt von einem erfreulichen Bestandskundengeschäft vor allem im Banken- und Finanzdienstleistungssektor. Mit dem wichtigen Kunden Deutsche Bank konnte nach Jahren rückläufiger Budgets erstmals wieder ein höheres Geschäftsvolumen generiert werden. Von dem Neukundengeschäft profitierte das Segment weniger stark. Die im Vorjahresvergleich verbesserte Ertragslage sehen wir als Ausdruck der guten Auslastung und eines nachlassenden Preisdrucks. Wir erwarten für das Segment im laufenden Jahr ein Wachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich.

Interaktives Marketing

Das Segment Interaktives Marketing konnte den Umsatz im Geschäftsjahr 2005/06 gegenüber dem Vorjahr um 12,7% auf EUR 4,7 Mio. steigern. Neben einer guten Entwicklung des Bestandskundengeschäftes ist vor allem mit arena, ECCO, Swarovski und OTTO der Gewinn vier großer Neukunden hervorzuheben. Zudem hat SinnerSchrader die kreative Kompetenz des Geschäftsfeldes gestärkt. Wir sehen für diesen Bereich weiterhin positive Impulse. Neben der verbesserten Branchenkonjunktur sollte hierzu der Trend der Umschichtung der Werbebudgets zu Gunsten von Online-Kommunikation beitragen. Für das laufende Jahr halten wir ein Wachstum im Bereich von ca. 15% für realistisch.

Interaktive Dienste

Das Segment Interaktive Dienste, das die Geschäftsbereiche Media, Betrieb und Analyse umfasst, verzeichnete im abgelaufenen Geschäftsjahr (2005/06) mit einem Umsatzwachstum von 18% auf EUR 5,2 Mio. die höchste Zuwachsrate im Konzern. Das Umsatzwachstum wurde maßgeblich von den Betriebsdienstleistungen getragen. Diese erhöhte Nachfrage ist jedoch noch im Wesentlichen auf Kunden zurückzuführen, die bereits Dienstleistungen anderer

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Segmente der SinnerSchrader AG in Anspruch nehmen. Die Betriebsdienstleistungen stellen einen wichtigen Bestandteil bei der umfassenden Betreuung der Kunden und der Erzielung wiederkehrender Erlöse dar. Die Geschäftsbereiche Analyse und Media waren hingegen von einer Neuausrichtung der Geschäftsmodelle beeinflusst. Aufgrund der Umstellung hin zu einem größeren Beratungs- und Projektanteil verzeichnete der Geschäftsbereich Analyse keine Wachstumsimpulse. Die Mediadienleistungen, bei denen SinnerSchrader lange Zeit auf Performance basierte Vergütung setzte (Cost-per-Order-Transaktionen) wurden von der starken Nachfrage nach Online-Werbung belastet. Die geringeren Möglichkeiten der Restplatzvermarktung in der Online-Werbung führten zu deutlich höheren Mediakosten und einer Abkehr von den erfolgsabhängigen vergüteten Dienstleistungen. Damit waren auch nicht mehr die überdurchschnittlichen Margen erzielbar, die SinnerSchrader lange Zeit in diesem Bereich generierte. Wir sehen den Umsatz des Segments im Geschäftsjahr um 15% bis 20% wachsen.

Bilanz

Die Konzernbilanz beinhaltet **keine Schwachstellen**. Lediglich eine Überfinanzierung ist festzustellen. Die liquiden Mittel machen 67,3% (EUR 10,6 Mio., EUR 0,93 je Aktie) der Bilanzsumme von EUR 15,6 Mio. (28.02.07) aus. „Weiche“ Bilanzpositionen wie Goodwill und immaterielle Vermögensgegenstände sind nur im vernachlässigbaren Umfang vorhanden. Die Working Capital Quote sollte auf einem Niveau von rund 8% des Jahresumsatzes konstant bleiben.

Bei der Finanzierung dominiert das Eigenkapital. Zinstragendes Fremdkapital existiert nicht. Die Eigenkapitalquote liegt bei 77,8%. Der Buchwert je Aktie beträgt EUR 1,06. Wir gehen auf Basis der prognostizierten Geschäftsentwicklung von keiner nennenswerten Veränderung der Bilanzstruktur aus (Bilanzplanung: Siehe Abschnitt Kennzahlen). In der Bilanz sehen wir auch einen Wettbewerbsvorteil für SinnerSchrader. Denn die **gute finanzielle Ausstattung** ist im IT-Umfeld oft ein wichtiger Faktor bei der Beauftragung eines Unternehmens.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Wir haben folgende Ansätze zur Ermittlung des fairen Werts der SinnerSchrader Aktie verwendet:

- Das DCF-Modell ergibt einen Wert von EUR 2,30 je Aktie.
- Der Peer Group Vergleich zeigt einen Abschlag gegenüber der Bewertung der Aktie an. Dies besitzt jedoch nur begrenzte Aussagekraft.
- Der adjustierte Free Cash Flow Yield zeigt einen Wert von EUR 1,87 bzw. 2,39 auf Basis der Schätzungen für 2006/07 bzw. 2007/08.

DCF-Modell

Ausgangsbasis für das DCF-Modell bilden unsere Detailschätzungen des Abschnitts „Finanzen“. Die über diesen Zeithorizont hinausgehenden Parameter und die für das DCF-Modell getroffenen Annahmen sind in der untenstehenden Tabelle zusammengefasst.

DCF Modell															
	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	
Umsatz	18,2	19,7	21,1	22,6	24,1	25,5	27,0	28,7	30,1	31,6	32,9	33,9	34,9	35,9	
Veränderung	15,0%	8,5%	7,0%	7,0%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
EBIT	1,0	1,6	1,8	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	
EBIT-Marge	5,5%	8,0%	8,5%	8,7%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,2%	8,2%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Steuerquote	29,2%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	
Abschreibungen in % vom Umsatz	0,4 2,4%	0,5 2,4%	0,5 2,3%	0,5 2,2%	0,6 2,3%	0,6 2,3%	0,6 2,3%	0,6 2,2%	0,7 2,2%	0,7 2,2%	0,7 2,2%	0,7 2,2%	0,8 2,2%	0,8 2,2%	
Liquiditätsveränderung - Working Capital	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
- Investitionen	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
Investitionsquote	2,4%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,9	0,8	1,1	1,1	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	
Wertermittlung (Mio. EUR)	Modellparameter		Sensitivität Wert je Aktie (EUR)					ewiges Wachstum							
Barwerte bis 2020	9,9	Fremdkapitalquote	0,00%	WACC					1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
Terminal Value	6,0	Fremdkapitalzins	n.a.	11,30%	2,11	2,12	2,13	2,14	2,15	2,17	2,18	2,18	2,19	2,20	
Verbindlichkeiten	0,0	Markttrendite	9,04%	10,80%	2,18	2,19	2,20	2,22	2,23	2,24	2,26	2,27	2,29	2,30	
Liquide Mittel	10,6	risikofreie Rendite	4,00%	10,55%	2,22	2,23	2,24	2,26	2,27	2,29	2,30	2,31	2,33	2,35	
Eigenkapitalwert	26,5	Beta	1,25	10,05%	2,26	2,27	2,28	2,30	2,31	2,33	2,34	2,36	2,38	2,40	
Aktienzahl (Mio.)	11,52	WACC	10,30%	9,80%	2,30	2,31	2,33	2,34	2,36	2,37	2,39	2,41	2,43	2,45	
Wert je Aktie (EUR)	2,30	ewiges Wachstum	2,00%	9,30%	2,34	2,36	2,37	2,39	2,41	2,43	2,45	2,47	2,50	2,52	

Tabelle 2; Quelle: SES Research

Wir unterstellen mittelfristig ein Abflachen des momentan sehr guten Marktwachstums. Derzeit profitiert der Markt sowohl von der verbesserten Konjunkturlage als auch von übergeordneten Trends, die Investitionen im Bereich E-Commerce forcieren. Mit Blick auf das derzeitige Marktwachstum sehen wir unsere Wachstumserwartungen defensiv gewählt. Während wir für das laufende und die unmittelbar folgenden Jahre aufgrund der günstigeren Kostenstruktur und der Möglichkeit gegenüber Kunden Preissteigerungen durchzusetzen einen Anstieg der EBIT-Marge bis auf knapp 9% erwarten, halten wir als langfristig nachhaltige EBIT-Marge von 8% für angemessen. Dies liegt unter der mittelfristigen Zielmarge von SinnerSchrader in Höhe von 10-12%. Aufgrund des Wettbewerbsumfeldes und der Größe SinnerSchraders ist eine EBIT-Marge, die dauerhaft 5 bis 6 Prozentpunkte über dem für 2007 erwarteten Niveau liegt, sehr ambitioniert.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Für das Beta haben wir einen Wert von 1,25 angesetzt. Wir gehen auch langfristig nicht davon aus, dass SinnerSchrader zur Finanzierung im nennenswerten Umfang Fremdkapital verwendet. Dadurch ergibt sich auf Basis der markt- und risikofreien Rendite ein WACC von 10,3%.

Auf Basis der gewählten Prämissen ergibt sich ein fairer Wert von **EUR 2,30** je Aktie.

Peer-Group-Vergleich

Die Peer-Group ist von der Vergleichbarkeit der Unternehmen recht homogen. Mit Pixelpark, Elephant Seven, I-D Media, und Syzygy sind wesentliche unmittelbare Wettbewerber börsennotiert. Diese Unternehmen sind wie SinnerSchrader auf den deutschen Markt fokussiert. Die Unternehmen unterscheiden sich vor allem in der mehr oder weniger ausgeprägten kreativen und technologischen Kompetenz. In Bezug auf die Marktkapitalisierung sind die Unternehmen grundsätzlich gut vergleichbar. Lediglich Ad Pepper als unabhängiger europaweit agierender Vermarkter von Online-Werbung und GFT als IT-Dienstleister sind von der Geschäftstätigkeit nur sehr eingeschränkt mit den klassischen Interaktivdienstleistern vergleichbar.

Basisdaten der Peer-Group-Analyse

Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					in LW	in Mio. LW	in Mio. LW	07e	08e	09e	07e	08e	09e	07e	08e	09e
Ad Pepper	EUR	6,17	68,8	52,1	0,19	0,31	0,43	54,04	62,14	64,96	4,09	5,73	7,09	1,41	2,85	4,42
Elephant Seven	EUR	1,33	11,4	11,0	0,05	0,06	0,09	12,10	13,20	14,10	0,60	0,80	1,10	0,40	0,50	0,80
GFT	EUR	3,74	98,5	82,8	0,25	0,30	0,32	202,69	225,03	245,00	11,27	13,39	14,70	9,56	11,42	11,50
Syzygy	EUR	3,50	44,1	24,2	0,22	0,20	0,25	27,35	29,86	31,52	3,71	4,64	5,04	2,86	3,79	4,19
Pixelpark	EUR	1,45	48,2	42,0	0,08	0,12	0,15	54,11	59,25	71,04	4,93	5,62	6,94	4,00	4,64	5,90
SinnerSchrader	EUR	1,54	17,6	7,3	0,09	0,11	0,12	18,19	19,74	21,12	1,58	2,06	2,28	1,00	1,58	1,80

Tabelle 3; Quelle: SES Research, Bloomberg

Peer-Group SinnerSchrader

Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	KGV			KUV			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					in LW	in Mio. LW	in Mio. LW	07e	08e	09e	07e	08e	09e	07e	08e	09e
Ad Pepper	EUR	6,17	68,8	52,1	32,65	20,16	14,35	1,27	1,11	1,06	12,72	9,08	7,34	36,91	18,26	11,78
Elephant Seven	EUR	1,33	11,4	11,0	26,60	22,17	14,78	0,94	0,86	0,81	18,27	13,70	9,96	27,40	21,92	13,70
GFT	EUR	3,74	98,5	82,8	15,02	12,51	11,69	0,49	0,44	0,40	7,35	6,19	5,63	8,66	7,25	7,20
Syzygy	EUR	3,50	44,1	24,2	15,91	17,50	14,00	1,61	1,48	1,40	6,53	5,22	4,80	8,47	6,39	5,77
Pixelpark	EUR	1,45	48,2	42,0	18,13	12,61	9,67	0,89	0,81	0,68	8,53	7,47	6,06	10,51	9,06	7,13
Mittelwert					21,66	16,99	12,90	1,04	0,94	0,87	10,68	8,33	6,76	18,39	12,57	9,11
Median					18,13	17,50	14,00	0,94	0,86	0,81	8,53	7,47	6,06	10,51	9,06	7,20
SinnerSchrader	EUR	1,54	17,6	7,3	17,11	14,00	12,83	0,97	0,89	0,83	4,62	3,55	3,20	7,30	4,62	4,06
Potenzial zum Mittelwert					27%	21%	0%	8%	5%	4%	131%	135%	111%	152%	172%	124%

Tabelle 4; Quelle: SES Research, Bloomberg

Eingeschränkt wird die Aussagekraft der Peer-Group-Analyse durch die große Varianz der Multiplikatoren. Bei Pixelpark und Elephant Seven liegt zudem eine Sondersituation vor, da mittlerweile die Verschmelzung von Elephant Seven auf Pixelpark beschlossene Sache ist. Die attraktive Bewertung SinnerSchraders wird vor allem bei Betrachtung der relativ hohen Nettoliquidität deutlich. Die Enterprise-Value-Multiplikatoren liegen deutlich unter dem Peer-Group-Durchschnitt.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Free Cash Flow Yield

SinnerSchrader - Free Cash Flow Yield						
	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss	545,3	1.191,7	940,7	1.246,7	1.404,0	1.525,2
+ Abschreibung + Amortisation	541,0	552,2	439,0	476,0	488,0	507,0
- Zinsergebnis (netto)	218,8	234,3	328,3	280,0	300,0	304,0
+ Steuern	-148,4	-357,2	388,9	614,0	691,5	751,2
- Erhaltungsinvestitionen	160,7	534,5	338,8	362,6	373,1	379,4
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	558,4	617,9	1.101,6	1.694,1	1.910,4	2.100,0
Adjustierter Free Cash Flow Yield	6,5%	6,8%	12,9%	19,8%	22,3%	24,5%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Aktueller Enterprise Value	8.552,2	9.118,2	8.562,2	8.562,2	8.562,2	8.562,2
= Fairer Enterprise Value	5.583,7	6.178,7	11.015,5	16.941,0	19.104,0	20.999,5
- Nettoverschuldung (Cash)	-10.571,0	-10.005,0	-10.561,0	-10.561,0	-10.561,0	-10.561,0
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Off Balance Sheet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	16.154,7	16.183,7	21.576,5	27.502,0	29.665,0	31.560,5
Aktienanzahl (k)	11.520,0	11.520,0	11.520,0	11.520,0	11.520,0	11.520,0
Fairer Wert je Aktie (EUR)	1,40	1,40	1,87	2,39	2,58	2,74
Premium (-) / Discount (+) in %	-15,5%	-15,4%	12,8%	43,8%	55,1%	65,0%

Tabelle 5; Quelle: SES Research

Unser adjustierter Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cashflow = Jahresüberschuss + Abschreibungen - Maintenance Capex + Steuern - (1-t)Zinsen) auf den EV die Opportunitätskosten übersteigt. Vereinfacht wurden diese mit 10% angesetzt.

Bereits im laufenden Geschäftsjahr wird mit rund 13% gegenüber den Modellannahmen eine leichte Überrendite erzielt. In 2007/08 und 2008/09 überschreitet die erzielte Rendite die Anforderungen deutlich. Für das laufende Jahr ergibt sich eine faire Marktkapitalisierung von EUR 21,58 und für 2007/08 eine faire Marktkapitalisierung von EUR 27,5 Mio. Dies entspricht **EUR 1,87 bzw. EUR 2,39 je Aktie**. In dieser Bandbreite liegt auch der Wert des DCF-Modells.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	-----------------	------------------------	------------

Der positive Newsflow ist vor allem von folgenden Entwicklungen geprägt:

- **Branchenkonjunktur in sehr guter Verfassung:** Hohe Investitionen in den Vertriebskanal Internet von Unternehmen und Marken bieten SinnerSchrader sehr gute Wachstumsmöglichkeiten. Dieses Umfeld sollte auch mittelfristig Bestand haben. Nach dem Bericht für das erste Halbjahr 2006/07 halten wir auch im aktuellen Quartal ein Übertreffen unserer Wachstumserwartungen für möglich.
- **Signifikanter Ergebnisanstieg durch deutlich verringerte Verwaltungskostenquote:** SinnerSchrader konnte durch den Bezug neuer Räumlichkeiten und den Abbau von Raumüberkapazitäten die Verwaltungskostenquote von 19% auf 14% reduzieren. Dies sollte nachhaltig sein und auch in den kommenden Quartalen zu signifikanten Ergebnisanstiegen im Vorjahresvergleich führen.
- **Akquisitionen stehen weiter auf der Agenda:** Wenngleich SinnerSchrader bezüglich Akquisitionen bisher sehr zurückhaltend agiert hat, halten wir hier mittelfristig die Vermeldung einer Transaktion für wahrscheinlich. Das Unternehmen sondiert weiterhin den Markt nach geeigneten Targets und hat zum Ziel, das organische Wachstum durch anorganisches zu ergänzen.
- **Ankündigung der Aufnahme der Dividendenzahlung möglich:** Aufgrund der nachhaltig verbesserten Ertragslage und der hohen Nettoliquidität halten wir die Ankündigung der Aufnahme einer Dividendenzahlung nach Ablauf des aktuellen Geschäftsjahres für wahrscheinlich.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Geschichte des Unternehmens

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 vier Gesellschaften hervorgingen. In 2006 wurden die letzten Altlasten des New-Economy-Booms abgelegt. Es gab die Möglichkeit zur Beendigung des Mietvertrages für die Büroräume, in denen SinnerSchrader bisher ansässig war. Dies erlaubt den Abbau von Überkapazitäten und das Erreichen besserer Konditionen. Einhergehend mit der anziehenden Branchenkonjunktur wurde so die Grundlage für eine wieder befriedigende Ertragslage geschaffen. Anfang 2007 reorganisierte sich das Unternehmen wiederholt neu und reintegrierte die bislang nahezu unabhängig voneinander operierenden Gesellschaften wieder unter dem Dach der Deutschland GmbH, um Synergieeffekte zu heben und die Wahrnehmung der eigentlichen Marke „SinnerSchrader“ zu stützen.

Unternehmensstruktur

Die bisherige Fokussierung auf reines E-Commerce wurde mit der Neuaufstellung erweitert.

- Die bisherige Ansiedlung von SinnerSchrader hinter den klassischen Werbeagenturen verändert sich zunehmend. Immer häufiger sind Kampagnen nicht bloß auf die Online-Adaption einer ursprünglich auf die klassischen Werbeinstrumente ausgerichteten Kampagne beschränkt. Dieser Trend lässt sich an der beobachtbaren Umschichtung des Marketingetats in Richtung digitales Marketing ablesen.
- Im Zuge der Neuaufstellung hat sich SinnerSchrader mit dem ehemaligen Springer & Jacoby Beratungschef Laurent Burdin einen Vertreter der klassischen Werbung ins Unternehmen geholt. Dieser Schritt verdeutlicht die Bemühungen, das Know-how für digitales und klassisches Marketing unter einem Dach zu integrieren um durch die Zusammenarbeit der beiden Bereiche die Synergieeffekte heben zu können.

Dem gleichen Zweck dient die organisatorische Veränderung bei SinnerSchrader: Die 2004 eingeführte Unterteilung in die fünf operativen Bereiche Neue Informatik, Studios, Analyse, Betrieb und Media wurde aufgelöst und in drei operative Säulen unterteilt, bestehend aus den Komponenten Beratung, Kreation und Technik. Zusätzlich flankiert wird diese Struktur von den zwei Bereichen Finanzen und Administration sowie Sprecher.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

Unter dem Dach der Holding vereint die SinnerSchrader Deutschland GmbH die zuvor unabhängig voneinander operierenden Einheiten der SinnerSchrader Neue Informatik GmbH, der SinnerSchrader Studios GmbH und der SinnerSchrader Studios Frankfurt GmbH, die die rechtlichen Einheiten der Segmente Interaktive Software und Interaktives Marketing bildeten. Der Bereich Interaktive Dienste war schon zuvor bei der SinnerSchrader Deutschland GmbH angesiedelt.

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. Per 28. Februar 2007 waren insgesamt 146 Vollzeitkräfte bei SinnerSchrader beschäftigt.

Management

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 sich für die Bereiche Controlling, Rechnungswesen, Personal und Investor Relations verantwortlich. In dieser Rolle ist Herr Dyckhoff dem Unternehmen bereits seit 1999 verbunden.

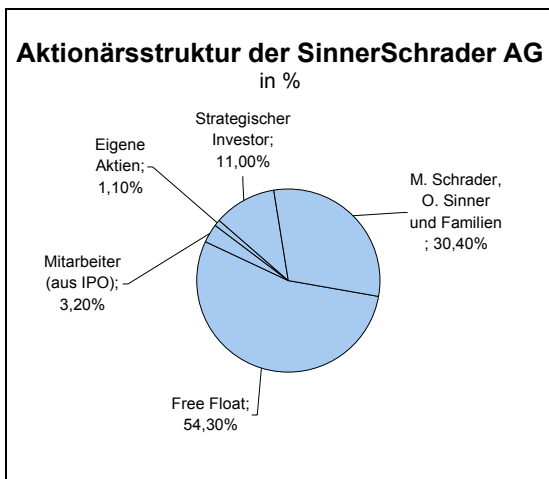
Aktionärsstruktur

54,3% der Gesellschaft befinden sich im Streubesitz. Mit insgesamt 30,4% sind wesentliche Anteile der Gesellschaft im Eigentum der Gründer Oliver Sinner und Matthias Schrader und ihrer Familien. Weitere 3,2% entfallen auf Mitarbeiter, die vor dem Börsengang der Gesellschaft beteiligt wurden. Ein strategischer Investor und Kunde hält 11% der Aktien, während weitere 1,1% der Aktien bei der Gesellschaft liegen.

Geschäftsfelder

Die operative Geschäftstätigkeit der SinnerSchrader AG unterteilt sich bislang in die drei Geschäftsfelder Interaktive Software, Interaktives Marketing und Interaktive Dienste, in denen bis zum Ende des aktuellen Geschäftsjahres berichtet wird. Daher soll auch an dieser Stelle, wie im Abschnitt Finanzen, nicht auf deren Darstellung verzichtet werden.

Der größte Umsatzbeitrag (Geschäftsjahr 2005/06) der drei Segmente entfällt mit 37,2% auf das Segment Interaktive Software, das Segment Interaktive Dienste steuert 33% des Umsatzes bei. Das Segment Interaktives Marketing generiert 29,8% der Umsätze. Die Umsätze werden mehrheitlich im Rahmen von Projektdienstleistungen erzielt. Dabei kann es sich sowohl um Festpreisprojekte als auch nach Anzahl der Tagessätze abgerechnete Projekte han-



Grafik 10; Quelle: SinnerSchrader

Equity Story

Wettbewerbsqualität

Finanzen

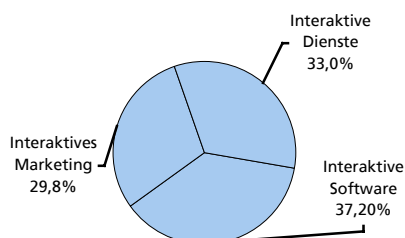
Bewertung

Newsflow

Unternehmen &
Produkte

Kennzahlen

Umsatz nach Geschäftsfeldern 2005/06 in %



Grafik 11; Quelle: SinnerSchrader

deln. Weitere relevante Erlösquellen sind Mediadienstleistungen und der ASP-Betrieb von Software-Applikationen.

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.

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 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. Ein Eintritt in die klassische Werbung ist allerdings nicht vorgesehen.

Interaktive Dienste

Die im Folgenden dargestellten Bereiche Betrieb, Media und Analyse bilden das Segment Interaktive Dienste.

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 Prozesse wird ein stabiler Betrieb, Wartung und Überwachung geboten. Für diesen Geschäftsbereich hält SinnerSchrader eigene Rechenzentrumskapazitäten bei Rechenzentrumsdienstleistern bereit.

Media

Kern des Leistungsspektrums des Bereiches Media sind Online Media-Einkauf und -Beratung. Dabei führt SinnerSchrader die Mediaplanung durch, realisiert Kampagnen, betreut das Online-Marketing und übernimmt das Kooperationsmanagement für die

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Contentverwertung und -beschaffung. Vorrangiges Ziel aller Maßnahmen ist die Steigerung der Effizienz des Marketingbudgets der Kunden. Das Geschäftsmodell wurde im Geschäftsjahr von einer erfolgsabhängigen Vergütung auf ein System mit Volumenabhängiger Vergütung umgestellt. In der jüngeren Vergangenheit wurde das Leistungsspektrum des Bereiches Media um das Suchmaschinenmarketing erweitert.

Zuletzt wurde der Geschäftsbereich Online Conversations gegründet. Hier geht es um die Gestaltung der Kommunikation und Steuerung von Themen in Blogs und Communities im Internet. Beides ist von Unternehmen schwer kontrollierbar, hat aber großen Einfluss auf das Image von Unternehmen und Marken.

Analyse

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.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Kennzahlen (SinnerSchrader)

GuV (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e	Kursdaten				
Umsatz	15,8	18,2	19,7	21,1	Kurs (EUR)				1,54
Herstellungskosten	8,5	9,1	9,9	10,6	Marktkap. (Mio. EUR)				18
Rohertag	4,6	5,1	5,7	6,1	Enterprise Value (Mio. EUR)				7
Vertriebs- und Verwaltungskosten	1,1	1,3	1,4	1,5					
F&E-Kosten	0,1	0,1	0,1	0,1	Aktienkennzahlen (EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
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	1,4	2,1	2,3	Umsatz je Aktie	1,38	1,58	1,71	1,83
Abschreibungen	0,6	0,4	0,5	0,5	Free-Cash-Flow je Aktie	-0,10	0,08	0,08	0,10
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	0,6	1,0	1,6	1,8					
Finanzergebnis	0,2	0,3	0,3	0,3	Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	KGV	15,40	19,25	14,00	12,83
EBT	0,8	1,3	1,9	2,1	KUV	1,12	0,97	0,90	0,84
Steuern	-0,4	0,4	0,6	0,7	EV/SALES	0,45	0,39	0,36	0,34
Nettoergebnis vor Minoritäten	1,2	0,9	1,2	1,4	EV/EBITDA	6,23	5,01	3,49	3,14
Nettoergebnis	1,2	0,9	1,2	1,4	EV/EBIT	11,96	7,22	4,54	4,00
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0	KBV	1,54	1,44	1,31	1,20
					Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
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	11,41	11,52	11,52	11,52
Free Cash Flow	-1,2	0,9	0,9	1,1	Vorzugsaktien ausstehend				
Investitionen	0,8	0,4	0,5	0,5					
Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e	Rentabilität	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	1,0	1,1	1,2	1,3	EBITDA / Umsatz	7,3%	7,9%	10,4%	10,8%
Immat. Vermögen	0,1	0,1	0,1	0,1	EBIT / Umsatz	3,8%	5,5%	8,0%	8,5%
Net Working Capital	1,7	1,5	1,7	1,7	EBT / Umsatz	5,3%	7,3%	9,4%	9,9%
Umlaufvermögen	13,9	15,0	16,1	17,4	Nettoergebnis / Umsatz	7,5%	5,1%	6,3%	6,7%
Liquide Mittel	10,0	10,9	11,8	12,9	EK-Rendite	10,3%	7,6%	9,2%	9,5%
Eigenkapital	11,5	12,3	13,5	14,7	GK-Rendite	7,9%	5,8%	7,2%	7,4%
Rückstellungen	1,7	1,8	1,8	1,8	ROCE	4,8%	7,3%	10,8%	11,3%
Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0					
Nettoliquidität	10,0	10,9	11,8	12,9	Unternehmensprofil				
Bilanzsumme	15,1	16,2	17,4	18,9	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					
Umsatz	10,5%	15,3%	8,3%	7,0%					
EBITDA	60,3%	24,3%	43,6%	11,0%					
EBIT	237,0%	65,6%	59,1%	13,6%					
EBT	110,3%	58,4%	40,8%	12,6%					
Nettoergebnis	118,5%	-21,4%	33,2%	12,6%					
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.					
Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e	Management				
Herstellungskosten / Umsatz	54,1%	49,9%	50,2%	50,5%	Mathias Schrader (CEO), Thomas Dyckhoff (CFO)				
V- und V.kosten / Umsatz	7,1%	7,0%	7,1%	7,0%					
F&E-Kosten / Umsatz	0,4%	0,6%	0,3%	0,3%					

Aktionäre

Streubesitz	54,30%
M.Schrader, O. Sinner und Familien	30,40%
strategischer Investor	11,00%
Mitarbeiter (aus IPO)	3,20%
eigene Aktien	1,10%

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

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.

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, daß Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

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 Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen **Kursziel**, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K Kaufen: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

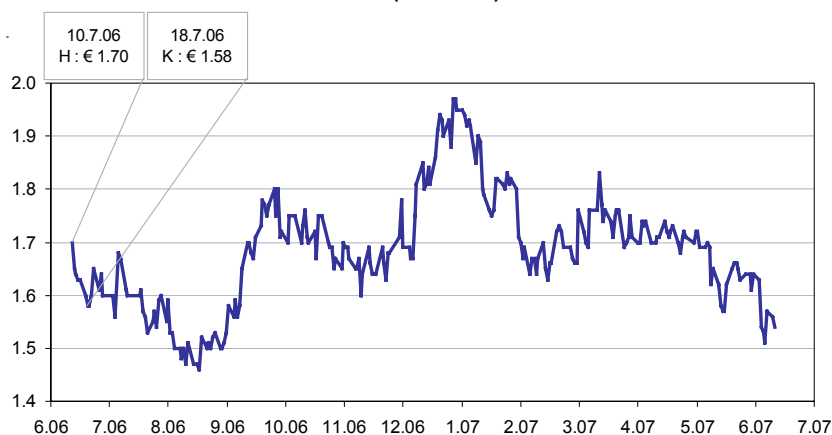
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	100	50%
Halten	78	39%
Verkaufen	13	7%
Empf. ausgesetzt	9	5%
Gesamt	200	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	78	56%
Halten	50	36%
Verkaufen	6	4%
Empf. ausgesetzt	5	4%
Gesamt	139	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
SinnerSchrader (SZZG.DE) am 10.7.07



Quellen: Factset (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch die SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.