

ISDN Holdings Ltd.

Stärken und Chancen

- *Langjährige Markterfahrung:* Das in Singapur beheimatete Unternehmen ist seit zwei Jahrzehnten in seinem Kerngeschäft Steuerungstechnik tätig und hat sich in dieser Zeit einen Stamm von 2.000 Kunden aufgebaut.
- *Profitables Wachstum:* Seit 2002 ist der Umsatz um durchschnittlich 37 Prozent gewachsen. Der Gewinn erhöhte sich in dieser Zeit sogar um fast 58 Prozent pro Jahr.
- *Einzigartige Marktstellung:* ISDN ist die einzige Firma ihrer Art, die seit Jahren sowohl in China als auch im ASEAN-Raum flächendeckend vertreten ist. Sie ist damit ein idealer Partner für Kooperationen und Joint Ventures mit westlichen Unternehmen.
- *Glänzende Marktperspektiven:* Dank des umfassenden Engagements in China profitiert die Gruppe sehr stark von dem dortigen Boom. Der Zielmarkt von ISDN, die Automatisierungstechnik, wächst in China mit durchschnittlich 25 Prozent p.a.
- *Hohes Kurspotenzial:* Unser vorsichtiges Bewertungskalkül zeigt einen fairen Wert von 0,51 Euro und damit ein Kurspotenzial von über 143 Prozent.

Schwächen und Risiken

- *Abhängigkeit vom Halbleitersktor:* Aufgrund der Unternehmenshistorie entfällt mit 40 Prozent immer noch ein beachtlicher Teil der Erlöse auf die zyklische Halbleiterbranche. Um sich von den Schwankungen der Chipnachfrage zu emanzipieren, bemüht sich die Gesellschaft erfolgreich um Kunden aus anderen Sektoren.

Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 0,21 Euro

Stammdaten

ISIN	SG1S48927937
Branche	Automatisierungstechnik
Sitz der Gesellschaft	Singapur
Internet	www.isdnholdings.com
Ausstehende Aktien	158,8 Mio. Stück
Marktsegment	Freiverkehr / Singapur SGX-ST
Marktkapitalisierung	33,3 Mio. Euro
Free Float	ca. 32%

Kursentwicklung



Hoch / Tief (6 Monate)	0,25 Euro / 0,16 Euro
Performance (6 Monate)	27 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 5,5 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Umsatzerlöse (Mio. SGD)	53,5	54,9	65,0	78,0
EpS (Cent)	3,65	3,72	4,50	5,65
Dividende / Aktie (Cent)	-	1,83	2,25	2,82
KUV	1,26	1,22	1,03	0,86
KGV	11,6	11,4	9,4	7,5
Dividendenrendite	-	4,3%	5,3%	6,7%

Unternehmensprofil

High-Tech-Holding aus Singapur

Bei der ISDN Holding Ltd. handelt es sich um die in Singapur börsennotierte Holding eines Verbundes aus 20 Unternehmen, die sich in den beiden Geschäftsbereichen Steuerungstechnik und industrielle Computerlösungen betätigen. Die Ursprünge der Gesellschaft gehen bis 1987 zurück, als der derzeitige Mehrheitseigner und Vorstandschef Teo Cher Koon mit Servo Dynamics – heute eine 100-prozentige Beteiligung der Holding – den Import und die Vermarktung von Servomotoren eines US-Herstellers aufgenommen hat. Nach einer dynamischen Entwicklung, dem Einstieg in verwandte Geschäftsfelder und der Gründung zahlreicher Tochtergesellschaften und Niederlassungen erfolgte im Dezember 2004 die Gründung der Holding als Automation Control Group Pte Ltd. Im November letzten Jahres wurde diese schließlich in ISDN Holding Ltd. umbenannt und als Höhepunkt der bisherigen Unternehmensentwicklung an der Börse Singapur eingeführt.

Mechatronik

Das technische Gebiet, auf dem sich ISDN überwiegend bewegt, wird als Mechatronik bezeichnet. Es beinhaltet das Zusammenwirken von mechanischen, elektronischen und informationstechnischen Komponenten mit allen dazu gehörenden Wechsel- und Rückwirkungen. Mechatronische Systeme enthalten sowohl mechanische Elemente wie z.B. Lager und Wellen, als auch Sensoren und aktive Komponenten wie Motoren oder Hydraulik. Komplettiert werden sie mit informationstechnischen Einheiten, in denen die Verarbeitung der Sensordaten erfolgt. Als prominente Beispiele mechatronischer Entwicklungen gelten ABS-Systeme, aktive Einparkhilfen in Automobilen und Robotersysteme in der Industrie. In seinem Kerngeschäft Motion Control liefert ISDN für derartige mechatronische Systeme die Steuerungs- und Positionierungstechnik.

Motion Control

Das Segment war im letzten Jahr für über 90 Prozent der Konzernumsätze verantwortlich – mit steigender Tendenz. Die ISDN-Produkte, die entweder als Module für andere Maschinen oder als eigenständige Geräte Verwendung finden, dienen der präzisen Bewegung und Positionierung entweder von anderen Maschinenteilen oder von Werkstücken. Die Leistungspalette des Unternehmens umfasst hierbei das Design, den Einkauf der benötigten Komponenten, den Zusammenbau der Module, die Installation beim Kunden und den After-Sale-Service. Bei der Zusammenstellung der Geräte kann ISDN mittlerweile auf ein aus 500 Zulieferern bestehendes Netzwerk zurückgreifen. Eine herausgehobene Rolle spielt dabei immer noch das Schweizer Unternehmen Maxon Motor, dessen Motoren rund 12 Prozent des Bestellvolumens von ISDN ausmachen. Zwischen den beiden Gesellschaften besteht seit 1990 eine Kooperationsvereinbarung, die ISDN das exklusive Vertriebsrecht für Maxon-Produkte in Singapur, Malaysia, Thailand, Hongkong, Indonesien und auf den Philippinen einräumt. Darüber hinaus werden diese Motoren, die unter anderem auch bei den Marsro-

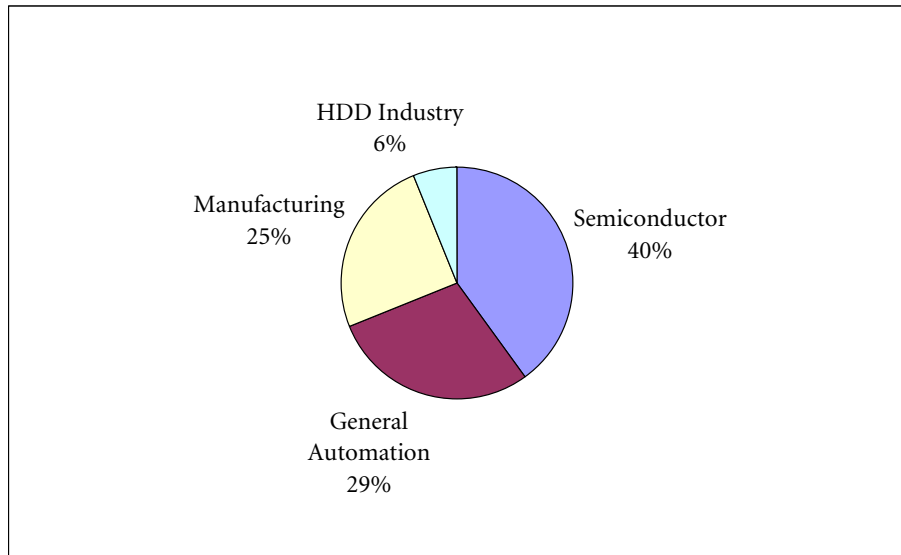
vern der NASA verwendet wurden, in die von ISDN angebotenen Steuerungs- module eingebaut. Für die Belieferung des chinesischen Marktes mit Produkten auf Basis der Maxon-Motoren haben die beiden Partner zudem ein Joint Ven- ture in Suzhou (China) gegründet, in dem seit 1995 die entsprechenden Module montiert werden.

Industrial Computing

Als zweites Standbein vertreibt das Unternehmen industrielle EDV-Systeme. Dabei werden kundenspezifisch Lösungen entworfen, aus bezogenen Kompo- nenten montiert, individuell konfiguriert und anschließend beim Kunden instal- liert. Dementsprechend unterteilt ISDN diese Sparte in die Subsegmente Indus- trielle Computer und Systemintegration, wobei der letztgenannte Bereich ledig- lich 3,4 Prozent (Stand 2004) der Segmentumsätze generiert. Daneben werden mit dem Vertrieb der Management-Information-Software „Wonderware“ rund 14 Prozent der Spartenerlöse generiert.

Stark diversifizierter Kundenkreis

Die Produkte von ISDN kommen in einer Vielzahl von Branchen zum Einsatz. Insgesamt beliefert das Unternehmen über 2.000 Kunden aus den verschiedens- ten Sektoren, von denen zudem nach Unternehmensangaben rund 80 Prozent Wiederholungskäufer sind. Die untenstehende Graphik zeigt die Branchenauf- teilung der Konzernumsätze, wie sie im letzten Geschäftsbericht ausgewiesen wurde.



Umsatzaufteilung nach Branchen, Stand 2005; Quelle: Unternehmensangaben

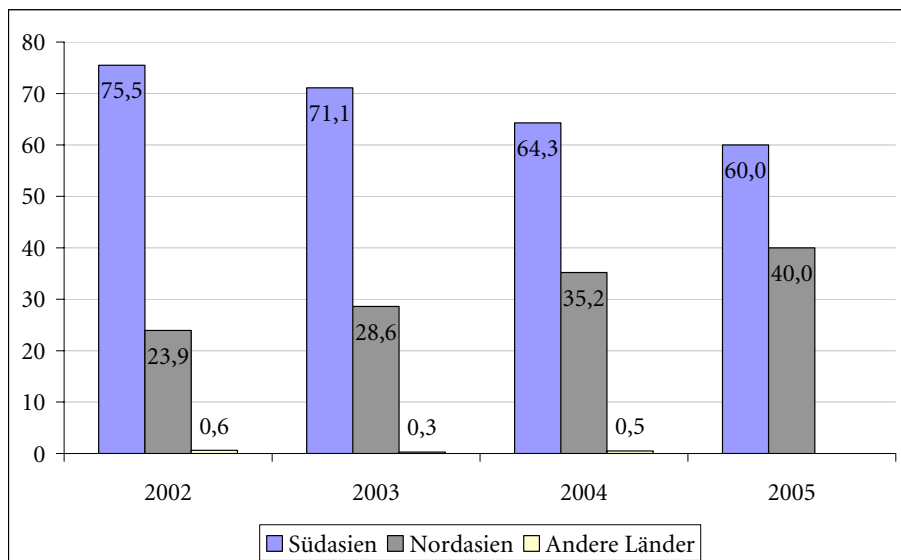
Halbleiterbranche noch wichtigster Kunde

Den mit Abstand bedeutendsten Kunden stellt die Halbleiterindustrie dar, deren Boom in Südostasien in den neunziger Jahren erst die Expansion von ISDN er- möglicht hat. Auch wenn der Anteil dieser Branche mittlerweile deutlich zu- rückgegangen ist, wurden noch bis 2004 fast die Hälfte der Motion-Control-

Umsätze und 14 Prozent der Industrial Computing-Erlöse mit den Ausrüstern der Chipindustrie generiert. Erst im letzten Jahr konnte dieser Anteil, bedingt vor allem durch die zyklische Schwäche des Halbleitermarktes im ersten Halbjahr, zugunsten anderer Branchen reduziert werden. Diese erstrecken sich von der Medizintechnik (Röntgengeräte), über die Explorationsausrüstung in der Gas- und Ölindustrie, bis zu Verpackungsmaschinenherstellern in der Lebensmittelindustrie (diese Branchen werden unter General Automation zusammengefasst). Daneben beliefert ISDN aber auch Produzenten von Spielautomaten oder Aluminiumschneidemaschinen (zusammengefasst als Manufacturing). Schließlich gehören mit einem Anteil von 6 Prozent auch die Hersteller von Computerfestplatten zum Kundenkreis des Unternehmens.

Konsequente Internationalisierung

Ebenso breit aufgestellt ist das Unternehmen hinsichtlich der regionalen Struktur seiner Einnahmen. Nach Anfängen in Singapur wurde bereits 1990 die erste ausländische Niederlassung in Malaysia eröffnet. Seit 1995 ist die Gesellschaft auch in China aktiv, wo sie zuerst über ihre Niederlassung in Hongkong, später direkt über chinesischen Dependancen, vom Wachstum der dortigen Wirtschaft profitieren konnte. Mittlerweile verfügt das Unternehmen über 10 Tochtergesellschaften und 20 Verkaufsbüros in allen größeren chinesischen Städten. Daneben unterhält der Konzern Vertretungen in Thailand, Malaysia, Hongkong und auf den Philippinen. Die zunehmende Bedeutung Chinas zeigt sich sehr deutlich in der Entwicklung der regionalen Verteilung der Konzernumsätze, wie sie dem folgenden Diagramm entnommen werden kann.



Umsatzaufteilung nach Regionen, Stand 2005; Quelle: Unternehmensangaben

Wachsendes Chinageschäft

ISDN weist das Chinageschäft in dem geografischen Segment Nordasien aus, zu dem noch Hongkong und Taiwan gezählt werden. Innerhalb der letzten vier Jah-

re erhöhte sich der Umsatzbeitrag dieser Region von 23,9 Prozent auf 40 Prozent, wobei der Zuwachs vor allem auf das boomende Chinageschäft zurückzuführen ist. In dem Segment Südasien fasst die Gesellschaft hingegen den Heimatmarkt sowie die anderen ASEAN-Staaten, allen voran Malaysia und Thailand, zusammen. Dieses Segment wird vom Singapurgeschäft dominiert, das noch 2004 die Hälfte der gesamten Konzern Erlöse auf sich vereinte. Zu den anderen Ländern zählen unter anderem die USA, Deutschland, Großbritannien und Indien.

Markt und Strategie

Dynamische Wachstumsregion

Mit der regionalen Fokussierung auf Singapur und die ASEAN-Staaten hat ISDN bereits in der Vergangenheit massiv von den hohen Wachstumsraten der dortigen Volkswirtschaften profitiert. So hat das BIP Singapurs zwischen 1988 und 1997 um durchschnittlich 9,1 Prozent p.a. zugelegt. Auch danach konnten trotz der Rückschläge infolge der Asienkrise, des SARS-Virus und der Turbulenzen infolge der Terroranschläge Wachstumsraten von 4,5 Prozent erzielt werden. Im letzten Jahr schließlich legte die Wirtschaft um 6,4 Prozent zu – trotz der vorübergehenden Schwäche im ersten Halbjahr. Ähnlich dynamisch haben sich in der vergangenen Periode auch die anderen Zielländer von ISDN wie Malaysia (5,3 Prozent) und die Philippinen (5,1 Prozent) entwickelt (Quelle: IWF). Auch für die Zukunft erwartet der Internationale Währungsfonds überdurchschnittliche Zuwachsraten. So soll das BIP Singapurs im laufenden Jahr um 5,5 Prozent und in 2007 um weitere 4,5 Prozent zulegen. Nach aktuellsten Prognosen der Singapur Zentralkbank hingegen dürfte die diesjährige Expansionsrate sogar bei 6,7 Prozent liegen, wobei die Industrieproduktion überdurchschnittlich um 10,4 Prozent zulegen soll.

Rasante Entwicklung in China

Diese an sich beeindruckende Dynamik wird aber von der Entwicklung in China deutlich in den Schatten gestellt. So ist die Wirtschaft der Volksrepublik im Durchschnitt der Jahre 1993 bis 2005 um jährlich zehn Prozent gewachsen. In US-Dollar gerechnet, hat diese rasante Aufholjagd das Reich der Mitte zur viertgrößten Volkswirtschaft der Welt werden lassen. Und ein Ende dieser Entwicklung ist noch nicht absehbar. So werden auch für die nächsten Jahre durchschnittliche Zuwächse zwischen 9 und 9,5 Prozent prognostiziert (Quelle: IWF). Hinzu kommt, dass sich gleichzeitig auch die Struktur der chinesischen Wirtschaft zugunsten von automatisierter, produktiver Industrieproduktion verschiebt. Damit wächst die Nachfrage nach Automatisierungstechnik, für die die Motion-Control-Module oftmals eine bedeutende Komponente darstellen, deutlich überproportional zum Wachstum der Gesamtwirtschaft. Nach Unternehmensangaben legt der Markt derzeit mit Raten von 25 Prozent pro Jahr zu und soll bis 2010 ein Volumen von 10 Mrd. US-Dollar erreichen.

Fokussierung auf Wachstumsmärkte

Vor diesem Hintergrund setzt ISDN konsequent auf den Ausbau seiner Aktivitäten in dieser Wachstumsregion und hier insbesondere in China. So soll die Anzahl der Verkaufsvertretungen in der Volksrepublik in den nächsten zwei Jahren von heute 20 auf mindestens 50 erhöht werden. Zudem plant das Unternehmen weitere Produktionsstandorte in China. Parallel wird auch an der Intensivierung der Aktivitäten in anderen Ländern der Region gearbeitet. Besondere Hoffnungen verbindet die Gesellschaft mit Thailand, da sie auf diesem Markt bereits seit 2000 tätig ist und sich auch dort ein Trend zu einer stärkeren Automatisierung der dortigen Industrie abzeichnet. Als weitere Zielländer wurden darüber hinaus Vietnam, Indien und Indonesien identifiziert, die in den nächsten fünf Jahren erschlossen werden sollen.

Langjährige Partnerschaften

Ein entscheidender Vorteil der Gesellschaft beruht auf ihrer langjährigen Branchenerfahrung. Durch das etablierte Kontakt- und Kundennetzwerk stellt sie einen attraktiven Partner für westliche Mittelständler dar, die den asiatischen Markt für ihre Produkte erschließen wollen, aber selbst über keine ausreichende Marktkennntnis verfügen und den Aufbau eigener Vertriebsstrukturen scheuen. Mit den bestehenden Verbindungen, dem erfahrenen Management und dem geübten Vertriebs- und Servicepersonal bietet ISDN solchen Maschinenbauern eine Brücke nach Asien, die für beide Parteien sehr lukrativ ist. Die langjährigen Partnerschaften mit Maxon und Eisele belegen die beiderseitige Zufriedenheit und stellen gleichzeitig eine wichtige Markteintrittsschranke für potenzielle Konkurrenten dar. Dies umso mehr, als europäische Firmen sich normalerweise scheuen, ihre Technologien asiatischen Partnern zugänglich zu machen. Hier kommt ISDN zusätzlich zugute, dass Singapur das einzige Land Asiens ist, das für geistige Schutzrechte westliche Standards etabliert hat. Um diese Vorteile noch intensiver zu nutzen, ist ISDN bemüht, die Zusammenarbeit mit den bestehenden Partnern zu vertiefen und beispielsweise gemeinsame Produktionsstätten zu etablieren. Darüber hinaus bemüht sich das Unternehmen um weitere Kooperationspartner.

Breite Diversifikation

Ein weiteres wichtiges Strategieelement stellt die breite Diversifikation des Geschäfts sowohl auf der Beschaffungs- als auch auf der Kundenseite dar. Dadurch ist ISDN in der komfortablen Position, ohne eine eigene komplexe Produktion und Vorratshaltung kundenspezifische Lösungen entwickeln und anbieten zu können. Darüber hinaus besteht durch die breite Basis an Geschäftspartnern kein Abhängigkeitsverhältnis. Problematisch ist lediglich die nach wie vor exponierte Stellung der Halbleiterbranche als größtem Abnehmer der ISDN-Produkte, die das Unternehmen anfällig für die zyklischen Schwankungen des Halbleitermarktes macht. Aus diesem Grund gehört die Reduktion des Sektorgewichts zu den zentralen strategischen Zielsetzungen, wobei die jüngste Entwicklung bereits zu einem Abbau dieses Ungleichgewichts geführt hat.

Geschäftsentwicklung

Anhaltendes Wachstum

In den letzten Jahren konnte ISDN ein anhaltendes dynamisches Wachstum vorweisen. Besonders ausgeprägt war diese Dynamik im Kernsegment Motion Control. Hier stiegen die Erlöse von 18,1 Mio. SGD in 2002 auf 49,5 Mio. SGD in der vergangenen Periode und damit um mehr als um 170 Prozent. Mit Ausnahme des letzten Jahres konnte aber auch die zweite Sparte beachtliche Zuwächse aufweisen. Ausgehend von einem Umsatz von 3,2 Mio. SGD in 2002 erhöhten sich die Segmenteinnahmen auf 4,8 Mio. SGD und 6,9 Mio. SGD in 2003 resp. 2004. Im letzten Jahr musste die Sparte allerdings einen Einbruch auf 5,4 Mio. SGD hinnehmen, der vor allem durch die Abschwächung im Halbleitermarkt induziert wurde. Diesen hat ISDN im ersten Halbjahr zwar auch in seinem Kerngeschäft gespürt, doch ein starkes Wachstum des Chinageschäfts konnte die Auswirkungen mehr als kompensieren. In Summe gelang es damit, auch in dem anfänglich schwierigen Jahr 2005 ein dreiprozentiges Wachstum vorzulegen. Als positiver Nebeneffekt konnte außerdem – wie bereits ausgeführt – die Bedeutung der Halbleiterindustrie als Abnehmer reduziert werden.

<i>(Mio. SGD)</i>	GJ 2002	GJ 2003	GJ 2004	GJ 2005
Motion Control	18,1	34,2	46,6	49,5
Industrial Computing	3,2	4,8	6,9	5,4
Insgesamt	21,3	39,0	53,5	54,9

Umsatzentwicklung von ISDN, nach Segmenten unterteilt; Quelle: Unternehmensangaben

Steigende Profitabilität

Ebenfalls sehr erfreulich haben sich in den vergangenen Jahren die Konzerngewinne entwickelt. Wie der Tabelle zu entnehmen ist, erhöhte sich der Bruttoertrag zwischen 2002 und 2005 um knapp 160 Prozent auf 16,8 Mio. Euro. Die Bruttomarge schwankt dabei zwischen 30,5 und 26,4 Prozent. Besonderes bemerkenswert ist jedoch, dass ISDN es ausgerechnet in dem hinsichtlich der Umsatzentwicklung schwierigeren letzten Jahr geschafft hat, die Bruttomarge deutlich zu erhöhen. Bei der Nettorendite ist dieser Effekt durch die IPO-Kosten (1,4 Mio. SGD) überdeckt, so dass sie auf dem Niveau des Vorjahrs verblieben ist. Damit liegt die Rentabilität aber immer noch deutlich – um mehr als 50 Prozent bzw. um 3,7 Prozentpunkte – über dem Wert von 2002. Infolgedessen stieg der Jahresüberschuss in dieser Zeit von 1,5 Mio. SGD auf 5,9 Mio. SGD.

<i>(Mio. SGD)</i>	GJ 2002	GJ 2003	GJ 2004	GJ 2005
Bruttoertrag <i>(Mio. SGD)</i>	6,5	10,3	14,8	16,8
Bruttomarge	30,5%	26,4%	27,7%	30,6%
Jahresüberschuss <i>(Mio. SGD)</i>	1,5	3,1	5,8	5,9
Nettomarge	7,0%	7,9%	10,8%	10,7%

Gewinnentwicklung von ISDN, nach Segmenten unterteilt; Quelle: Unternehmensangaben

Konzernneugliederung

Da der Konzern erst zum Börsengang in seine aktuelle Struktur gebracht wurde, handelt es sich bei diesen Zahlen allerdings allesamt um Pro-forma-Angaben. Im Rahmen dieser Umstrukturierung wurden zahlreiche Beteiligungen und Besitzverhältnisse neu geordnet und zentral bei der heutigen Holding angesiedelt. Darüber hinaus hat der Konzern einige Akquisitionen getätigt. So erwarb ISDN über die Tochtergesellschaft Motion Control Group, die Dachgesellschaft der gleichnamigen Sparte, einen 67-prozentigen Anteil an JM Vistec System Pte Ltd. Für den Kaufpreis von 0,3 Mio. SGD soll dieser Spezialist für optische Produkte wie Kameras, Linsen etc. die Produktpalette von ISDN ergänzen.

Verlängerung der Wertschöpfungskette

Einen wichtigen Beitrag zum künftigen Wachstum und zu einer weiteren Stärkung der Margen verspricht sich das Management von einem Joint Venture, das Mitte Dezember beschlossen wurde. Zusammen mit dem nach Maxon wichtigsten Lieferanten und Kooperationspartner, der Eisele Antriebstechnik GmbH aus Albstadt in Baden-Württemberg, soll in China ein Produktionsstandort für Präzisionsgetriebe errichtet werden. Mit diesem neuem Unternehmen, Eisele Asia Co., Ltd, an dem ISDN einen Anteil von 75 Prozent hält, wird die eigene Wertschöpfungskette erstmalig um die Herstellung der bislang immer fremdbezogenen Komponenten erweitert. Außerdem verspricht sich das Management deutliche Kostenvorteile durch die wesentlich niedrigeren Lohnkosten, die sich ihrerseits positiv auf die eigenen Gewinnspannen auswirken sollten.

Börsengang

Um Finanzierungsmittel für die weitere Expansion zu akquirieren und um den eigenen Bekanntheitsgrad zu erhöhen, ist ISDN im November letzten Jahres an die Börse gegangen. Die mit dem IPO verbundene Kapitalerhöhung umfasste 27 Mio. neue Aktien, die zum Stückpreis von 0,29 SGD platziert wurden. Durch den hieraus resultierenden (Brutto-)Mittelzufluss von 7,8 Mio. SGD konnten die bereits soliden finanziellen und bilanziellen Kennzahlen weiter verbessert werden. So erhöhte sich zum Bilanzstichtag der Bestand an liquiden Mitteln auf 11,9 Mio. SGD, während die konzernweite Eigenkapitalquote auf fast 48 Prozent gestiegen ist. Auf der Holdingebene ist das Unternehmen hingegen mit einer Eigenkapitalquote von annähernd 96 Prozent fast vollständig schuldenfrei.

Erfolgreicher Start in 2006

Die erfreuliche Entwicklung im zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres konnte auch im ersten Quartal der laufenden Periode fortgesetzt werden. Gegenüber dem (schwachen) Vergleichsquarter des Vorjahrs stiegen die Umsätze um 61 Prozent auf 16,7 Mio. SGD. Auch die Gewinne konnten fast im gleichen Ausmaß erhöht werden. So stieg der Nachsteuerüberschuss um 58 Prozent auf 1,6 Mio. SGD, was einer Nettorendite von 9,5 Prozent entspricht.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von ISDN Holding ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 10,4 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,5 Prozent (Rendite 10-jähriger Government-Bonds) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen einer sehr geringen Korrelation nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Da ISDN über ein seit Jahren etabliertes Geschäft mit einer breiten Kunden- und Lieferantenbasis verfügt, halten wir die Schwankungsanfälligkeit grundsätzlich für eher gering. Als bedeutendes risikoe erhöhendes Moment betrachten wir allerdings die nach wie vor spürbare Abhängigkeit von der Halbleiterbranche. Auch sehen wir die Tätigkeit in dem sowohl einem dynamischen wirtschaftlichen als auch regulativen Wandel unterliegendem chinesischen Markt als einen gewissen Risikofaktor. Schließlich ist auch die Erschließung neuer geographischer Märkte, wie sie das Unternehmen für Indien, Vietnam und Indonesien plant, durchaus mit zusätzlichen Unwägbarkeiten verbunden. Aus diesen Überlegungen heraus halten wir einen Risikozuschlag für angemessen und taxieren den Betafaktor auf 1,3. Daraus resultiert ein Eigenkapitalkostensatz von 10,4 Prozent.

Erwartungen für 2006

Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Umsatzanstieg auf 65 Mio. SGD, was gegenüber dem Vorjahr einer Zunahme um knapp 18,5 Prozent entsprechen würde. Angesichts der Tatsache, dass ISDN bereits im ersten Quartal 16,7 Mio. SGD Erlösen und damit die Einnahmen auch gegenüber dem als Rekord vermeldeten Umsatz im Vorquartal (15 Mio. SGD) steigern konnte, sollte dieser Wert problemlos erreichbar sein. Dies umso mehr, als auch die diesjährigen Marktprognosen für China und die anderen asiatischen Märkte mindestens von einem gleich bleibend starken Wachstum ausgehen. Beim Ergebnis dürfte sich vor allem der zugunsten der lukrativeren Kundensegmente Manufacturing und General Automation veränderte Umsatzmix positiv auswirken. In Verbindung mit dem Wegfall der im letzten Jahr noch angefallenen IPO-Kosten sollte die Nettomarge deswegen sogar die Grenze von 11 Prozent erreichen.

Unternehmensprognosen

Für die nächsten Jahre erwartet das Management ein weiterhin starkes und profitables Wachstum. Es ist geplant, bis 2008 die Hälfte der Konzern Erlöse in China zu generieren. Weitere zehn Prozent sollen aus dem bisher noch kaum erschlossenen indischen Markt kommen. In Summe rechnet das Unternehmen damit, den letztjährigen Überschuss bis 2008 verdoppeln zu können.

**Unsere
Umsatzerwartungen
für die Folgejahre**

Auch wenn wir diese Zielsetzung für erreichbar halten, bleiben wir aus Vorsichtsgründen hinter den unternehmenseigenen Prognosen zurück. So gehen wir beim Umsatz bis 2008 von Zuwachsraten von jährlich 20 Prozent aus. Damit nehmen wir einen deutlichen Abschlag zu der in den letzten vier Jahren erreichten durchschnittlichen Expansionsgeschwindigkeit von 37 Prozent, die allerdings teilweise auch der deutlich niedrigeren Basis geschuldet war. Nichtsdestotrotz halten wir angesichts des boomenden chinesischen Marktes, der reduzierten Abhängigkeit von dem zyklischen Halbleitergeschäft und dem avisierten Einsteig in neue Märkte – hier vor allem Indien – unsere Annahme für eher konservativ. Dies gilt ebenso für die von uns für die Jahre 2010 bis 2013 unterstellte, auf 10 Prozent p.a. reduzierte, konstante Wachstumsrate. Die Reduktion folgt lediglich unseren Vorsichtsüberlegungen und der durch das zwischenzeitliche Wachstum weiter erhöhten Basis. Losgelöst von diesen Überlegungen sind unseres Erachtens aber auch deutlich höhere Zuwachsraten vorstellbar, zumal unsere Prognose keinerlei Akquisitionen berücksichtigt.

Margenentwicklung

Bei der Profitabilität prognostizieren wir einen sukzessiven Anstieg von 11,0 Prozent in diesem Jahr, über 11,5 und 12,0 Prozent in den Jahren 2007 und 2008, auf 12,5 Prozent ab 2009. Als Triebfedern dieser Entwicklung lassen sich zum einen der verbesserter Umsatzmix und zum anderen die Aufnahme eigener Produktionsstätten in China erkennen. Vor allem der letztgenannte Aspekt sollte über die damit verbundenen Lohnkostenvorteile sowie dank der Vereinnahmung der bisher an die Lieferanten abgeführten Marge zu einer spürbaren Verbesserung der Rendite führen. Ab 2011 schließlich lassen wir die Nettomarge erneut in mehreren Schritten abschmelzen, bis sie zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums bei 10 Prozent ankommt. Mit diesem betont konservativen Ansatz möchten wir vor allem dem Risiko begegnen, dass die anhaltend hohe Rendite früher oder später entweder neue Konkurrenten anzieht oder zu Begehrlichkeiten bei Lieferanten und/oder Kunden führt. Auf Basis dieser Annahmen stellt sich für die nächsten Jahre der folgende modellhafte Geschäftsverlauf ein:

Geschäftsjahr (31.12.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Umsatz (Mio. SGD)	65,0	78,0	93,6	107,6	118,4	130,2	143,3	157,6
Wachstum		20%	20%	15%	10%	10%	10%	10%
Nettorendite	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	12,5%	12,0%	11,0%	10,0%
Gewinn (Mio. SGD)	7,15	8,97	11,23	13,46	14,80	15,63	15,76	15,76
Gewinnwachstum		25%	25%	20%	10%	6%	1%	0%

**Fairer Wert 0,51 Euro
je Aktie**

Hieraus ergibt sich – unter Zugrundelegung einer „ewigen“ Ertragswachstumsrate von 2,5 Prozent ab 2014 – ein Ertragswert von 163,4 Mio. SGD bzw. 81,1 Mio. Euro (Umrechnungskurs am 09.06 bei 2,013 SGD je Euro). Pro Aktie errechnet sich somit ein fairer Wert von 0,51 Euro, was gegenüber der aktuellen Marktbe-

wertung ein Aufwärtspotenzial von über 143 Prozent offenbart. Zudem ergibt sich auf Basis der von uns unterstellten Geschäftsentwicklung und unter Beibehaltung der für 2005 beschlossenen Ausschüttungsquote von 50 Prozent eine Dividendenrendite für 2006 und 2007 von 5,3 resp. 6,7 Prozent.

*Unser Anlageurteil:
„Kaufen“*

Die ISDN Holding besticht durch beachtliches Umsatz- und Gewinnwachstum, gesunde Bilanzstrukturen und positive Cashflows. Vor dem Hintergrund der einzigartigen Positionierung kann zudem erwartet werden, dass diese Entwicklung anhalten wird. Insbesondere die konsequente Fokussierung auf den boomenden Markt Chinas dürfte in Zukunft für weiterhin steigende Umsätze sorgen. Da zudem mit der neuen Tochter Eisele Asia Co., Ltd nun auch die eigene Wertschöpfungskette durch einen lohnkostengünstigen Produktionsstandort verlängert wurde, dürften die Gewinne überproportional mitwachsen. Auf Basis unseres betont vorsichtigen Schätzmodells wären die vielversprechenden Perspektiven des Unternehmens erst bei einem Kurs von 0,51 Euro und damit 143 Prozent über dem derzeitigen Börsenwert angemessen berücksichtigt. Hinzu kommt, dass die Gesellschaft unter Beibehaltung der bisherigen Ausschüttungspolitik bereits für 2007 eine Dividendenrendite von 6,7 Prozent ausweist. Insgesamt sehen wir die Aktie von ISDN Holding sehr positiv und beurteilen sie mit „kaufen“.

Über Performaxx

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

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

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

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

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

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

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

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
(keine, Erststudie)		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

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

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

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

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.