



GBC *Research*

Unternehmensstudie

Wapme Systems AG

Mai 2005

**Neuausrichtung des Geschäfts birgt interessante Chancen
-Aktie attraktive Turn-around Story -**



WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG auf Seite 75**

Wapme Systems AG

Analysten:

Manuel Hölzle
hoelzle@gbconcepts.de

Felix Gode
gode@gbconcepts.de

Kurs: 2,10 Euro
(17:30)

Stand: 27.04.2005

ISIN:DE0005495501

WKN: 549550

Börsenkürzel: WPM

Branche:
Mobile Entertainment

Aktienanzahl:
10,683 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:
22,43 Mio. Euro

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

IR-Kontakt:

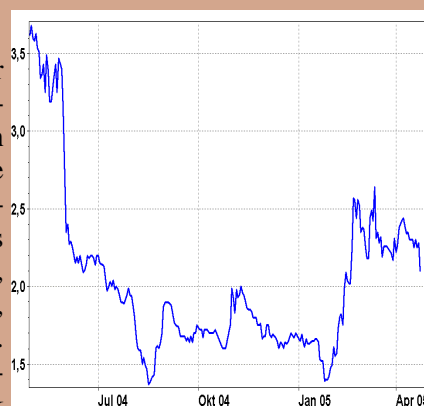
Wapme Systems AG
Vogelsanger Weg 80
40470 Düsseldorf
Deutschland

Tel.: +49-211-74845-0
Fax: +49-211-74845-299

Email:
info@wapme-group.de
http://www.wapme.de

Profil:

Die seit dem Jahr 2000 an der Frankfurter Börse gelistete Wapme Systems AG ist einer der führenden Anbieter von Inhalten und technischer Infrastruktur für „Mobile Entertainment“ in Europa. „Mobile Entertainment“ umfasst im Wesentlichen das Anbieten von Erotik, Dating, Spielen, Gambling und Musik via Internet, SMS, GPRS/UMTS und ähnlichen Technologien. Mit der im Jahr 2004 akquirierten Schweizer Lawa Group ist das Hauptaugenmerk



der Wapme vorerst auf das Anbieten von erotischen Inhalten gelegt. Dieses sogenannte „Adult Entertainment“ ist nur ein Standbein der Gesellschaft. Über die Tochtergesellschaft more phones GmbH ist die Wapme zudem im Großhandel mit Handys und anderen mobilen Endgeräten vertreten. Das Unternehmen ist mit der Neuausrichtung des Geschäftes und nach mehreren Kapitalerhöhungen sowie der Ausgabe einer Wandelschuldverschreibung nun wieder auf dem Weg in die „schwarzen Zahlen“.

Fundamentale Daten und Schätzungen

In Mio. Euro	2004	2005 E	2006 E
Umsatz	66,32	120,00	140,00
EBITDA	-4,71	4,17	5,27
EBIT	-5,95	3,77	4,87
Jahresüberschuss	-7,21	2,77	3,57
Gewinn pro Aktie in €	-0,75	0,26	0,33
EBITDA-Marge	-7,10%	3,48%	3,76 %
EBIT-Marge	-8,967%	3,14 %	3,48 %
EV/Sales	0,31	0,19	0,15
EV/EBITDA	-4,40	5,44	4,02
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	Neg.	8,10	6,28
Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)		2,76	

TOPICS:

- Neuausrichtung der Geschäftstätigkeit auf „Mobile Entertainment“
- Erwartetes Marktwachstum von über 40% pro Jahr
- Schon im laufenden Geschäftsjahr wieder deutlicher Gewinn erwartet
- Günstige Bewertung auf Basis der positiven Erwartungen

Neuausrichtung der Geschäftstätigkeit

Neuausrichtung des Geschäfts

Die Wapme AG war bis Mitte 2004 ein Service-Provider für sogenannte Mehrwertdienste (Value Added Services). Value Added Services sind kostenpflichtige Dienste der Mobilfunkanbieter wie z.B. Handylogos und Klingeltöne oder auch Messaging (SMS-Chats). Wapme stellte somit als Schnittstelle zwischen den Anbietern und Kunden die Technologie und die Software, die aus eigenem Hause stammt, zur Verfügung.

Doch das Geschäft war mit zu geringen Rohmargen nicht länger tragbar, so dass im Geschäftsjahr 2004 eine tiefgreifende Restrukturierung des Geschäfts durchgeführt worden ist. So wurden Teilbereiche geschlossen und der Tätigkeitsbereich auf Mobile Entertainment neu ausgerichtet. Der Schwerpunkt liegt nun auf dem Anbieten von erotischen Inhalten, Dating-Diensten, Spielen, Musik-Downloads und Gambling (Wetten).

Das aussichtsreichste und margenstärkste Betätigungsfeld in einem ersten Schritt ist der Bereich „Adult Entertainment“, das Anbieten von erotischen Inhalten. Um die Kompetenzen in diesen Bereichen zu stärken, akquirierte Wapme Ende des Geschäftsjahres 2004 die Schweizer Lawa Group, die vor allem umfangreiches Know-how und Vertriebskanäle mit eingebracht hat.

Mit der Einbringung der Lawa Group hat sich der Einflussbereich der Wapme neben Deutschland nun auch auf die Schweiz und Österreich ausgedehnt.

Der Markt

Ausgereifte Mobilfunktechnik macht das Senden von großen Datenmengen möglich

Der westeuropäische Mobilfunkmarkt ist in den vergangenen Jahren zu einem gut ausgereiften Markt herangewachsen. Mobilfunknetze sind fast in allen Regionen Europas vorhanden und die Verbreitung von Mobiltelefonen ist nahezu flächendeckend. Auch die technische Ausstattung von Mobiltelefonen ist auf einem Niveau angelangt, dass es möglich macht, große Datenmengen zu versenden und zu empfangen.

Dabei gehen die Funktionen von Mobiltelefonen und anderen mobilen Geräten wie PDAs mittlerweile weit über die ursprünglichen Anwendungen wie „Telefonieren“ und „SMS-Versenden“ hinaus. Das rasant wachsende Datenaufkommen entspringt viel mehr aus neuen Anwendungen des „Mobile Entertainment“, wie dem Herunterladen von Logos, Klingeltönen, Musik und Spielen. Die Nutzer solcher Dienste kommen dabei hauptsächlich aus dem privaten Bereich.

Datenumsätze werden in den kommenden Jahren stark steigen

Während die Datenumsätze für Sprachtelefonie in den kommenden 4 Jahren voraussichtlich stagnieren werden, da der westeuropäische Markt hierfür, wie oben beschrieben, fast vollständig gesättigt ist, werden die Datenumsätze für neuartige Dienste von 16,4% Anteil am Gesamtaufkommen in 2004 auf erwartete 22,9% in 2008 steigen.

Der westeuropäische Gesamtmarkt für Mobile Entertainment hatte 2004 ein Volumen von 4,3 Mrd. US-Dollar. Schon in 2008 soll das Volumen dann 18,4

Angespannte Situation im vergangenen Geschäftsjahr war Grund für das schlechte Ergebnis

Marktanteil von Lawa in Deutschland sollte schnell steigen

(Fortsetzung von Seite 43)

Mrd. Dollar betragen, was einem jährlichen Wachstum von über 40% entspräche.

Noch größer sind die Erwartungen für den Bereich der sogenannten Rich Media, also den Datenübertragungen von Bild und Ton. Das Marktvolumen von aktuell 151 Mio. US-Dollar soll bis 2008 auf 657 Mio. US-Dollar ansteigen. Das entspricht einer erwarteten jährlichen Wachstumsrate von 44%.

Fundamentalanalyse

Die Wapme Systems AG erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr Umsätze in Höhe von 66,3 Mio. Euro. Dabei entfielen 50,7 Mio. Euro auf die Tochtergesellschaft more phones GmbH. Der Umsatzrückgang von fast 50% gegenüber dem Vorjahr resultierte hauptsächlich aus der eingeschränkten Handlungsfähigkeit der more phones GmbH, die durch die angespannte Liquiditätssituation bedingt war.

Auch die Gesamtleistung des Bereichs VAS (Value Added Services), ist deutlich um 8,1 Mio. Euro auf 15,7 Mio. Euro zurückgegangen. Die Gründe hierfür sind in der damals falschen Fokussierung zu finden. Und auch die Ergebniskennzahlen machten das schwache Geschäft deutlich. Mit einem Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von -4,7 Mio. Euro und einem Jahresergebnis von -7,2 Mio. Euro fielen die Ergebnisse bei weitem nicht zufriedenstellend aus.

Auf Grund der angespannten Situation reagierte das Management folglich und richtete das Geschäft neu aus. Mit drei Kapitalerhöhungen und der Ausgabe zweier Wandelschuldverschreibung wurde der Neustart der Gesellschaft auf ein solideres finanzielles Fundament gestellt. Mit einer weiteren Wandelanleihe im Volumen von bis zu 5,2 Mio. Euro (Bezugsfrist: 26.04.05 bis 09.05.05) sollten die Finanzierungsschritte komplettiert werden.

Mit der mittels einer Sachkapitalerhöhung übernommenen Lawa Group ist die Gesellschaft aus unserer Sicht jetzt gut positioniert. Die Lawa erzielte im Geschäftsjahr 2004 6,5 Mio. Euro (10 Mio. Franken) Umsatzerlöse. Dabei ist die Lawa mit einem Marktanteil von 50% in der Schweiz vertreten. In Deutschland sollte der Durchbruch auch schnell vollziehbar sein. Es gibt bundesweit nur wenige Konkurrenten am Markt, die zumeist kleine Player, meist ohne großen Markteinfluss, sind. Ende 2005 soll die Lawa einen Marktanteil in Deutschland von 25% vorweisen.

Momentan ist die Lawa Group jedoch hauptsächlich in der Schweiz präsent. Durch die große Verbreitung von Mobiltelefonen in Deutschland sowie der Nutzung von mobilen Diensten besteht hier noch ein enormes Potenzial. Besonders der deutsche Markt soll deswegen schon im laufenden Geschäftsjahr 2005 verstärkt fokussiert werden.

(Fortsetzung von Seite 44)

SWOT-Analyse

Stärken:

- Positionierung in einem starken Wachstumsmarkt
- gute Technologie und Infrastruktur
- mit der Lawa Group starke Vertriebskanäle generiert

Schwächen:

- Finanzierungsbedarf durch Kapitalerhöhungen/Wandelanleihe zur Verbesserung der Liquiditätssituation
- Verwässerung von Aktionären durch zahlreiche Wandelanleihen
- Bekanntheitsgrad der Dienstleistungen noch gering

Chancen:

- Markt für „Mobile Entertainment“ ist noch sehr jung
- Rasante Wachstumsraten und hohe Margen im Markt erwartet

Risiken:

- Mangelnder Erfolg neuer Angebote könnte die Liquiditätssituation wieder kritisch werden lassen
- der Erfolg von Kooperationen ist wichtig für die zukünftige Entwicklung
- Hohe Wachstumsraten für Unternehmenserfolg notwendig

Bewertung und DCF-Modell

Mit der Neupositionierung in dem Bereich „Adult Entertainment“ hat sich die Wapme einiges an Potenzial eröffnet. Der Markt befindet sich in einem starken Wachstum und die Konkurrenz ist überschaubar. Damit sollte es der Wapme möglich sein, wieder in die „schwarzen Zahlen“ zu gelangen und gute Ergebnismargen zu erzielen.

Nach unseren Schätzungen sollte die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2005 ihre Umsatzerlöse wieder deutlich steigern können. Mit wieder anziehenden Umsätzen bei der more phones GmbH und dem Beitrag der Lawa Group sollten Umsätze in Höhe von 120 Mio. Euro möglich sein. Durch eine verbesserte Margenstruktur und eine angepasste Kostenstruktur sollte bei diesen Umsätzen ein

Umsatzerlöse für 2005 von rund 120 Mio. Euro bei deutlich positivem EBIT erwartet

Hohe erwartete Eigenkapitalrendite rechtfertigt einen hohen Buchwert

Das EV/EBITDA von 5,44 für 2005 weist auf eine attraktive Bewertung hin

(Fortsetzung von Seite 45)

EBIT von 3,8 Mio. Euro zu erzielen sein.

Auch der Jahresüberschuss wäre bei diesem Szenario wieder deutlich positiv. Nach unseren Schätzungen wird der Jahresüberschuss in 2005 bei 2,8 Mio. Euro liegen, da aufgrund hoher nutzbarer Verlustvorträge kaum Steuern zu bezahlen sind. .

Bei diesem Ergebnis ergibt sich eine sehr interessante Bewertung für die Wapme Systems AG für 2005 mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von lediglich 8. Angesichts der Tatsache, dass der Markt in dem Wapme tätig ist, gemäß Marktschätzungen, um durchschnittlich um 40% pro Jahr wachsen soll, ist dieses KGV als besonders attraktiv einzustufen, sofern die Erwartungen erfüllt werden.

Die Aktie der Wapme Systems AG ist attraktiv bewertet. Der Kurs der Aktie hatte im vergangenen Jahr stark nachgegeben und damit den damaligen Verlauf der operativen Entwicklung wiedergegeben. Zwar ist das Eigenkapital bereits mit einem Kurs-Buchwertverhältnis von 2,7 an der Börse bewertet, doch wird dies durch eine erwartete Eigenkapitalverzinsung von 28,3% im Geschäftsjahr 2005 und fast 29,7% für das Geschäftsjahr 2006 gerechtfertigt.

Zumal liegt die Eigenkapitalquote, bedingt durch diverse Kapitalerhöhungen, mittlerweile wieder bei soliden 40% und somit im Branchendurchschnitt. Die Bilanz weist zudem keine überdurchschnittlichen Risiken auf. Die ausgewiesenen Aktiva, vor allem die Firmenwerte scheinen uns fair bewertet und lassen kein überdurchschnittliches Risiko bezüglich Wertberichtigungen erkennen. Auch die Verbindlichkeiten liegen im üblichen Rahmen und lassen keine überdurchschnittliche Belastung des Unternehmens erwarten. Der Hauptteil der Finanzverbindlichkeiten entfällt auf die Verbindlichkeit für die ausgegebene Wandelanleihe.

Auch die Multiplikator Kennzahlen auf Entity-Value-Basis weisen auf eine attraktive Bewertung hin. So liegt das Verhältnis Entity-Value(EV)/EBITDA bei erwarteten 5,44 für das Geschäftsjahr 2005 und bei geschätzten 4,02 für das Geschäftsjahr 2006. Auch das Verhältnis EV/Umsatz von 0,19 auf Basis der Schätzung für 2005 ist als moderat zu werten.

Auch die Bewertung mittels unseres Discounted-Cash-Flow-Modells unterstreicht die oben genannten Erkenntnisse und indiziert eine Unterbewertung. In unserem 3-stufigen DCF-Modell werden über 7 Jahre explizite Annahmen zur Geschäftsentwicklung vorgenommen. In der ersten Stufe werden über 2 Jahresperioden detaillierte Schätzungen für die Gewinn- und Verlustrechnung und die Bilanz ermittelt.

In der zweiten Stufe, werden über die weiteren 5 Jahre mittels Plausibilitätsannahmen weitere Projektionen vorgenommen. Schließlich wird eine stetig weitergeführte Entwicklung in der dritten Phase unterstellt, das zum Barwert des sogenannten Continuing Value oder Endwertes führt.

Trotz defensiven Schätzungen sind die Prognosewerte deutlich positiv

*D
er faire Wert pro Aktie
liegt für 2005 bei 3,42
Euro*

*Die Aktie der Wapme
Systems AG ist eine
interessante Depot-
beimischung mit ho-
hem Potenzial*

(Fortsetzung von Seite 46)

So erwarten wir für das Geschäftsjahr 2005 einen Umsatz in Höhe von 120 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge von 3,5. Für das folgende Geschäftsjahr 2006 gehen wir von einer Steigerung des Umsatzes um weitere 16,7% auf 140 Mio. Euro und einer EBITDA-Marge von 3,8% aus.

Für alle folgenden Jahre haben wird im Bewertungsszenario ein Umsatzwachstum von 8% und gleichbleibende EBITDA-Margen von 4,3% angenommen. Ebenso antizipieren wir für den Zeitraum der ewigen Rente ein Umsatzwachstum von 2,0%, bei einer EBITDA-Marge auf dem gleich bleibenden Niveau. Vor dem Hintergrund einer erwarteten positiven Geschäftsentwicklung in den kommenden Jahren, halten wir dieses Szenario für realistisch. Die Annahmen sind dabei unserer Einschätzung nach defensiv getroffen. Mögliche weitere Akquisitionen haben wir im Modell nicht berücksichtigt.

Zudem wurden aus konservativen Gründen weitere vorhandene nutzbare Verlustvorträge nicht berücksichtigt, woraus sich noch eine weitere potenzielle Steuerersparnisse bei positiver Geschäftsentwicklung in Höhe von geschätzten ca. 11 Mio. Euro ergeben könnten. Zudem blieb eine noch strittige Umsatzsteuerforderung gegenüber den Finanzbehörden in Höhe von 5,3 Mio. Euro in unserer Bewertung unberücksichtigt, die zu einem positiven Cashflow für Wapme führen könnte und damit den Unternehmenswert erhöhen würde .

Auf Basis dieser Modellannahmen werden die frei verfügbaren Cash-Flows ermittelt und nachfolgend mit dem gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) diskontiert. Der von uns zur Diskontierung herangezogene gewichtete Kapitalkostensatz beträgt 12,8 %.

Demzufolge ergibt sich ein erwarteter fairer Wert des Eigenkapitals zum Stichtag des Geschäftsjahresendes 2005 von 36,7 Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 10,683 Mio. ergibt sich somit ein Kursziel von 3,42 Euro pro Aktie.

Fazit

Die Wapme Systems AG ist nach der Neuausrichtung des operativen Geschäftes auf den Bereich „Mobile Entertainment“ (mit der besonderen Konzentration auf „Adult Entertainment“) in einem Marktumfeld tätig, von dem in den kommenden Jahren ein sehr starkes Wachstum erwartet werden kann.

Mit der Positionierung in dem Bereich, vor allem durch den Erwerb der Lawa Group, hat die Wapme gute Chancen von diesem Wachstum zu partizipieren.

Aus diesem positiven Wachstumsszenario ergibt sich eine sehr günstige Bewertung für die Aktie. Als Kursziel für 2005 haben wir einen Wert von 3,42 Euro errechnet. Damit eröffnet sich bei Eintritt des Szenarios ein Kurspotenzial für die Aktie von über 60%. Die Aktie der Wapme Systems AG erhält daher von uns das Rating KAUFEN.

DCF - Modell, Wapme Systems AG

in Mio. EUR	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010 E	2011 E	Continued
Umsatz	120,00	140,00	151,20	163,30	176,36	190,47	205,71	209,82
Veränderung in %	80,9%	16,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	2,0%
EBITDA-Marge	3,5%	3,8%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
EBIT	3,77	4,87	6,07	6,56	7,08	7,65	8,26	8,42
Ebit-Marge	3,1%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Taxrate	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
Working Capital	5,43	5,78	6,25	6,75	7,29	7,87	8,50	8,67
in % vom Umsatz	4,5%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Operatives Anlagevermögen	5,81	6,42	6,94	7,49	8,09	8,74	9,44	9,63
Umsatz zu OAV	20,6	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
Abschreibungen	-0,4	-0,4	-0,43	-0,47	-0,50	-0,54	-0,59	-0,60
Abschreibungen vom OAV	6,9%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Free Cashflows								
EBITDA	4,17	5,27	6,50	7,02	7,58	8,19	8,85	9,02
Taxes on EBIT	-1,26	-1,63	-2,03	-2,20	-2,37	-2,56	-2,77	-2,82
Investitionen in AV	-0,60	-1,01	-0,95	-1,02	-1,10	-1,19	-1,29	-0,79
Veränderung Working Capital	-0,90	-0,35	-0,46	-0,50	-0,54	-0,58	-0,63	-0,17
Investitionen Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gross Free Cashflow	1,41	2,28	3,06	3,30	3,57	3,85	4,16	5,24

VALUATION IN MIO. EUR	2004	2005E	2006E	2007E
Barwert expliziter FCFs	12,8	13,1	12,5	11,0
Continuing Value	20,9	23,6	26,6	30,0
Value of Operations	33,8	36,7	39,1	41,0
Net debt*	0,87	-0,48	-4,64	-8,07
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Value of Equity	32,9	37,1	43,7	49,1
Fremde Gewinnanteile	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Value of shareholder Equity	32,3	36,5	43,1	48,5
Outstanding shares in Mio.	9,555	10,683	11,639	11,795
Fair Value per share in Euro	3,38	3,42	3,70	4,11

COST OF CAPITAL	2004
Eigenkapitalkosten	13,00%
Gewicht in %	97%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Gewicht in %	3%
Taxshield in %	25%
WACC	12,8%

*Aus konservativen Gründen wurden weitere vorhandene eventuell nutzbare Verlustvorträge nicht berücksichtigt, woraus sich noch weitere potenzielle Steuerersparnisse (bei positiver Geschäftsentwicklung) in Höhe von geschätzten ca. 11 Mio. Euro ergeben könnten. Zudem blieb eine noch strittige Umsatzsteuerforderung gegenüber den Finanzbehörden in Höhe von 5,3 Mio. Euro in unserer Bewertung unberücksichtigt, die zu einem positiven Cashflow für Wapme und somit zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes führen könnte.

Sensitivitätsanalyse, Wapme Systems AG

		Abzinsungsfaktor		
		11,80%	12,80%	13,80%
nachhaltiges Umsatzwachstum	1%	3,63	3,28	2,98
	2%	3,81	3,42	3,09
	3%	4,04	3,59	3,22
	4%	4,32	3,79	3,37
	5%	4,68	4,05	3,56



GBC *Research*

Diese
Unternehmensstudie
wurde im Auftrag
der

Wapme Systems AG

Vogelsanger Weg 80
40470 Düsseldorf
Bundesrepublik Deutschland

durch die

German Business Concepts GmbH

Konrad Adenauer Allee 7
86150 Augsburg
Bundesrepublik Deutschland

und den verantwortlichen
Analysten

Manuel Hölzle & Felix Gode

erstellt.