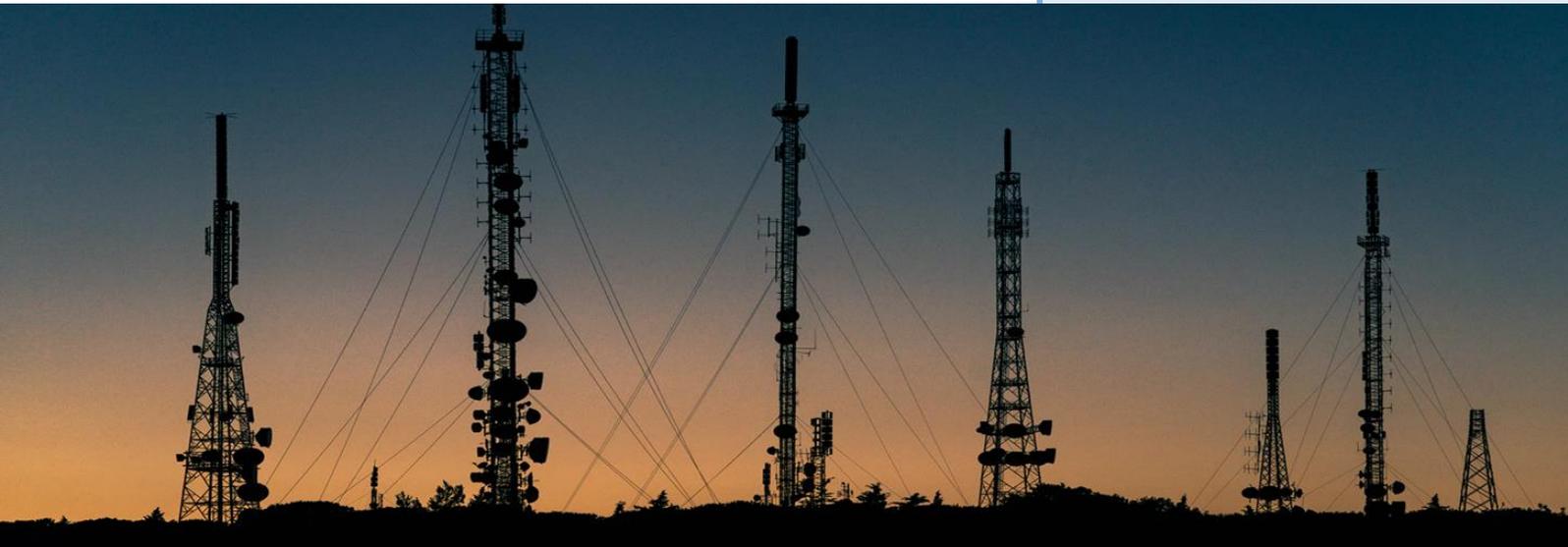


LS telcom AG

Deutschland | Technologie | Marktkapitalisierung EUR 43,3 Mio.

21-Apr-21

INITIALSTUDIE



Software-Spezialist für 5G, Campusnetze und die Industrie 4.0 - KAUFEN

What's it all about?

Die LS telcom ist ein Spezialist für Softwaresysteme zur Planung, Vermessung und Überwachung von Funkspektrum. Die Gruppe ist global seit 30 Jahren aktiv und bedient zu rund 80% den bonitätsstarken öffentlichen Sektor - 50% des Umsatzes ist wiederkehrendes Service-Geschäft (GJ 2019/2020). LS telcom ist weltweit der einzige One-Stop-Shop und ein Hidden Champion auf einem Nischenmarkt.

LS telcom bedient zunehmend Kunden wie Flughäfen (Schipol), Ölförderer (Saudi Aramco, Shell) oder Industriekunden (Bosch, Audi) in einem wachsenden Milliardenmarkt, getrieben durch die Industrie 4.0 und dem Internet of Things. Unserer Ansicht nach spiegelt sich weder die gute Qualität der LS telcom noch die guten Wachstumsaussichten oder die führende Marktposition angemessen im Aktienkurs wider. Seit Beginn des Geschäftsjahres wurden Aufträge im Volumen von über EUR 62,0 Mio. vermeldet, wodurch die nächsten 24 Monate trotz Pandemie sehr planbar und visibel sind. Wir nehmen die Coverage der LS telcom mit einer KAUFEN-Empfehlung und einen DCF-basierten Kursziel von EUR 10,50 auf. Dies entspricht einen Kurspotenzial von über 40%.

KAUFEN (Neuaufnahme)

Kursziel	EUR 10,50 (na)
Aktueller Kurs	EUR 7,45
Kurspotenzial	40,9%



ANALYST

Thomas Wissler

t.wissler@alsterresearch.com
+49 40 309 293-58

LS telcom AG

Deutschland | Technologie | Marktkapitalisierung EUR 43,3 Mio. | EV EUR 44,5 Mio.

KAUFEN (Neuaufnahme)

Kursziel EUR 10,50 (na)
Aktueller Kurs EUR 7,45
Kurspotenzial 40,9%

ANALYST

Thomas Wissler
t.wissler@alsterresearch.com
+49 40 309 293-58

Software-Spezialist für 5G, Campusnetze und die Industrie 4.0

Die LS telcom ist ein Spezialist für Softwaresysteme zur Planung, Vermessung und Überwachung von Funkspektrum. Gerade **Monitoring-Systeme** ermöglichen Kunden einen effizienten und störungsfreien Einsatz von Funkfrequenzen in kritischen Anwendungsbereichen. In einer Welt, in der Menschen und zunehmend Maschinen permanent kommunizieren, ist die Überwachung und frühzeitige Erkennung von Störungen ein neuralgischer Punkt, welcher von Anbietern wie LS telcom **hohe Soft- und Hardwarekompetenz** abverlangt. Die tiefe Verzahnung in Funknetze erfordert zudem ein **hohes Maß an Integrität und Verlässlichkeit**. Punkte, die aufgrund von zunehmender Cyberkriminalität eine immer wichtigere Bedeutung erlangen. Mit über 30 Jahren Erfahrung ist LS telcom in diesem Markt tätig und hat sich über Jahrzehnte als Spezialist mit einem **Hardware-agnostischem One-Stop-Shop** etabliert, was sich insbesondere in einer starken #1 Marktposition in der Nische manifestiert.

Mit ca. EUR 150 Mio. globalen Umsatzpotential p.a. stellt diese Nische zudem eine komfortable **Hürde gegenüber großen Herstellern** wie Nokia oder Huawei dar, die sich auf die milliarden-schweren Komponentenmärkte fokussieren. Trotz der gängigen Praxis von transparenten Ausschreibungen der meist staatsnahen Regulierungsbehörden, gehen wir von einem moderaten Wettbewerb zwischen den etablierten Anbietern der Branche aus, welches sich nicht zuletzt in komfortablen Kapitalrenditen (ROCE ex Goodwill) von bis zu 14% (eAR) widerspiegelt.

Durch die Verbreitung von 5G-Netzwerken hat das Spektrum-Management in den letzten Jahren massiv an Bedeutung gewinnen können. Trends zur Industrie 4.0 und die exponentiell wachsende Kommunikation unter Maschinen (IoT, M2M-Konnektivität), machen die **Anforderung einer verfügbaren, sauberen und insbesondere sicheren Datenkommunikation zum kritischen Erfolgsfaktor**. Wir sehen die LS telcom mit ihrem bestehenden Produktportfolio hervorragend positioniert, um neue vertikale Märkte zu erobern, wie z.B. Flughäfen, Versorger oder große Industrieunternehmen. Daher rechnen wir mit einem **überdurchschnittlichen Wachstum von ca. 14% p.a.** (CAGR 19/20 auf 22/23E). Nach dem Corona bedingten Verlust in 19/20 sollte der Gewinn im gleichen Zeitraum sogar überproportional wachsen – nicht zuletzt aufgrund höherer Margenniveaus in den **vertikalen Märkten** (eAR ca. +200bp).

Unserer Ansicht nach spiegelt sich weder die gute Qualität von LS telcom's Geschäftsmodell noch die guten Wachstumsaussichten derzeit angemessen im Aktienkurs wider. Während dies teilweise durch die limitierte Kapitalmarktpräsenz und Größe des Unternehmens zu erklären ist, glauben wir, dass **FCF-Renditen von über 6,5% sowie die gesunde Bilanz** (Nettoverschuldung / EBITDA von nur 0,1x) schwer zu ignorieren sind. Zudem erscheinen uns die **Auftragseingänge seit September 2020 von über EUR 62,0 Mio. die notwendige Visibilität zu geben**, um die Wachstumsaussichten greifbar zu machen. Mit einem **Upside von über 40%**, nehmen wir die Coverage der LS telcom mit einer **KAUFEN-Empfehlung und einem Kursziel von EUR 10.50** auf.

LS telcom AG	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Umsatz	27,6	32,3	25,8	33,1	34,7	39,2
Wachstum yoy	0,1%	17,0%	-20,2%	28,1%	5,0%	12,8%
EBITDA	2,2	6,5	2,2	5,4	6,0	7,0
EBIT	-1,7	2,4	-2,7	1,7	2,1	3,1
Jahresüberschuss	-2,0	1,9	-2,2	0,7	1,1	1,8
Nettoverschuldung	4,8	3,3	1,2	0,6	-0,3	-2,1
Nettoversch./EBITDA	2,2x	0,5x	0,6x	0,1x	-0,0x	-0,3x
Gewinn pro Aktie	-0,37	0,33	-0,38	0,13	0,19	0,31
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertagsmarge	95,9%	89,9%	96,8%	89,5%	89,8%	89,8%
EBITDA-Marge	7,8%	20,1%	8,4%	16,2%	17,3%	17,8%
EBIT-Marge	-6,2%	7,6%	-10,4%	5,0%	6,1%	7,8%
ROCE	-6,7%	9,3%	-8,3%	4,9%	6,2%	8,6%
EV/EBITDA	22,3x	7,2x	20,5x	8,2x	7,2x	5,9x
EV/EBIT	-28,1x	19,1x	-16,6x	26,6x	20,3x	13,5x
KGV	-20,3x	22,5x	-19,8x	59,4x	39,5x	24,2x
FCF-Rendite	2,7%	8,7%	12,9%	6,4%	6,6%	9,0%

Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch



Source: Unternehmensdaten, AlsterResearch

Hoch/Tief 52 W. 7,85 / 2,98
Kurs/Buchwert 2,7x

Ticker / Symbols

ISIN DE0005754402
WKN 575440
Bloomberg LSX:GR

Änderung der Prognosen

	Umsatz	EBIT	GpA
2020/21 alt	00.0	00.0	00.0
Δ	-	-	-
2021/22 alt	00.0	00.0	00.0
Δ	-	-	-
2022/23 alt	00.0	00.0	00.0
Δ	-	-	-

Aktienkennzahlen

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 5,8
Buchwert p.A.: (in EUR) 2,79
Ø Handelsvolumen: (52 W.) 40.000

Aktionärsstruktur

Dr. Schöne 27,9%
Dr. Leberz 26,4%
eigene Aktien 0,4%
Streubesitz 45,2%

Unternehmensbeschreibung

LS telcom AG ist ein Technologie- und Softwareunternehmen im Bereich der drahtlosen Telekommunikation. Der Konzern bietet Systemlösungen für die Verwaltung von Funkfrequenzen sowie die Planung drahtloser Netzwerke an. Die Aktivitäten der Gesellschaft stehen auf den drei sich ergänzenden Säulen „Softwaresysteme“, „Hardwarenahe Systeme“ und „Dienstleistungen“.

Inhaltsverzeichnis

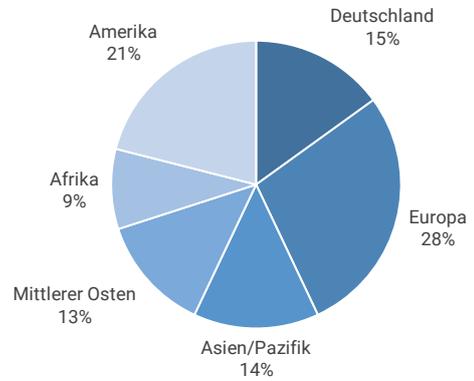
Inhaltsverzeichnis	3
Investment Case in sechs Grafiken	4
Investment Case	5
Porter's Five Forces	9
SWOT - Analyse	10
Wachstum	11
Katalysator	15
Unternehmenshintergrund	17
Bewertung	22
Finanzen in sechs Grafiken	24
Finanzkennzahlen	25
Interessenskonflikt	29
Haftungsausschluss	30
Kontakt	31

Investment Case in sechs Grafiken

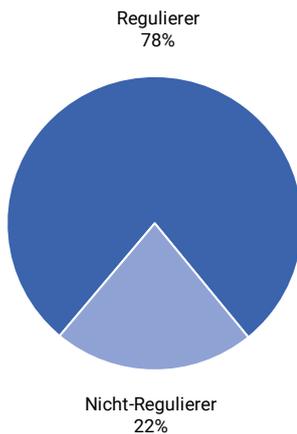
Aktiv in über 100 Ländern



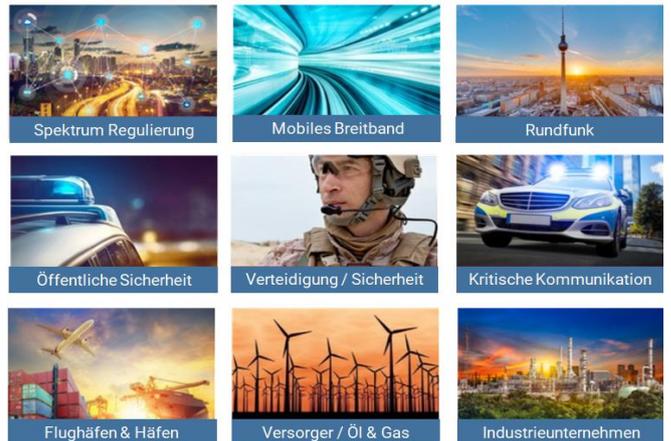
Ausgeglichene regionale Umsatzverteilung



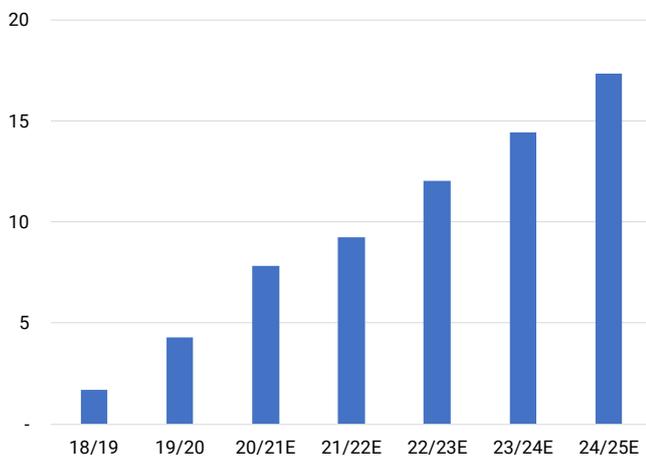
78% stabiler Umsatz mit öffentlichem Sektor



Breite Anwendung der Kernkompetenz



Vertikale Märkte mit signifikantem Umsatzpotenzial (eAR) in EUR Mio.



Blue Chip - Kunden



Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch

Investment Case

Marktpositionierung und Wettbewerbsqualität

LS telcom – global einziger One-Stop-Shop

Der LS telcom Konzern steht auf drei sich ergänzenden Säulen: Softwaresysteme, hardwarenahe Systeme und Dienstleistungen. Damit ist die Gruppe der einzige globale Anbieter einer One-Stop-Lösung im Bereich der Nutzung von Funkspektrum.

Kernkompetenz: Spektrum Management und Funküberwachung

Der Bereich Softwaresysteme beinhaltet alle Softwareaktivitäten und Projektgeschäfte im Spektrum Management. Die LS telcom vermarktet ein spezialisiertes ERP-System (Software), welches den vollumfänglichen Planungsprozess einer Funk-/ Frequenzlizenzvergabe ermöglicht. Im Einzelnen ist diese die administrative Abwicklung, die technisch/physikalische Realisierbarkeit (Mindestanforderung an Sendestationen, störungsfreie Kompatibilität mit anderen Funkdiensten), die rechtliche und regulatorische Prüfung, die Ausstellung einer fälschungssicheren Dokumentation sowie die Abrechnung und Fakturierung der Kosten.

Der Bereich Funküberwachung beinhaltet die entsprechende Messtechnik und Messaktivitäten im Rahmen des Spektrum-Managements und wird als **Hardwarenahe Systeme** bezeichnet. Hier liefert LS telcom Hardwarekomponenten und Dienstleistungen, die eine sichere Überwachung der Frequenzverwendung nach den Charakteristika der erworbenen Lizenz beinhaltet. Hierzu sind Dauermessungen und entsprechende Datenauswertungen zwingend notwendig. Hintergrund der Überwachung sind neben der Fehleranalyse, um Störfaktoren identifizieren zu können und zu beseitigen, auch die fehlerhafte oder gar kriminelle Verwendung der Ressource Frequenz / Funkbandbreite.

Der Bereich **Dienstleistungen** fasst die generelle Beratung und Schulung, aber auch die Beratung bei Anliegen wie Ausschreibung, Design, Planung, Bau und Messung von Funklizenzen sowie Funksystemen zusammen. Ergänzt wird das Produktportfolio durch die Koordinierung von Funkfrequenzen, sodass eine konterkarierende Verwendung der gleichen Frequenzen im lokalen, aber auch überregionalen und sogar globalen Kontext vermieden wird. Generell ist ein Frequenznutzer dazu verpflichtet, die Lizenzcharakteristika einzuhalten, um Nachbarn (lokal) oder Nachbarländer (global) nicht zu beeinträchtigen.

Workflow- und Dokumenten-Management-Software mit klaren USPs

Die qualitative Alleinstellung der Software ergibt sich durch die volle Abdeckung einer extrem hohen Komplexität von Funkfrequenzen, bestehend aus der technischen Anwendung beim Nutzer und den rechtlichen Anforderungen der Aufsichtsbehörde (z.B. Bundesnetzagentur). Regulatorische Anpassungen und technische Weiterentwicklungen führen regelmäßig zu Software-Updates und Wartungsdienstleistungen, die auf Seiten der LS telcom zu einem signifikanten Anteil an sicheren und wiederkehrenden Wartungsumsätzen führen.

Wesentlicher Kundennutzen der softwarebasierten Planung: Effizienz

Mit Hilfe der Software kann unter anderem die Anzahl an Sendestationen bei einer gewünschten Mindestabdeckung in einem definierten Gebiet ermittelt werden. Folglich wird vor dem Hintergrund der effizienten wirtschaftlichen Planung des jeweiligen Netzes die benötigte Zeit und Kapazität auf ein Minimum reduziert. Für die jeweiligen Funknetzbetreiber ergeben sich so erhebliche Einspar- und Kostenvorteile in der Bauphase sowie im späteren Betrieb. Dieser Kostenvorteil wird durch die One-Stop-Lösung der LS telcom beim Kunden verstärkt.

Dauermessung als qualitative Differenzierung

Die kontinuierliche technische Weiterentwicklung sorgt für eine zunehmende Komplexität und damit zu einer Vielzahl potenzieller Störquellen. So sorgen Handys, Funkmasten, WLAN-Geräte, Bluetooth-Verbindungen aber auch LED-Lampen, Microwellen, Geräte im Sinne des IOT (Internet of Things), Bebauung oder natürliche Einflüsse wie Wetterbedingungen für Funkstörungen. Nur eine permanente Messung kann temporär auftretenden Störquellen zweifelsfrei bestimmen, während

eine „Messung erst bei Störung“ oftmals kein Ergebnis liefert. LS telcom liefert gebündelt Hard- und Software, um eben diese Dauermessung zu gewährleisten.

Kunden und Wettbewerb

Langfristige Wartungsverträge und Bestandskunden als Hürde für Wettbewerber

Im Geschäftsjahr 2019/20 resultierten die größten Umsatzbeiträge im Bereich Softwarelösungen aus Wartungsverträgen und Systemerweiterungen für die Regulierungsbehörden in Kanada, Australien und dem Vereinigten Königreich.

Wiederkehrendes Geschäft mit Bestandskunden ist ein sehr wesentlicher Pfeiler der LS telcom. Jedoch kann dieses Geschäft nur durch Know-how und eine entsprechend hohe Innovationskraft erzielt werden. Mit wachsender Tendenz erzielt die Gesellschaft mehr als EUR 13,0 Mio. mit wiederkehrenden Umsätzen – dies entsprach einem Umsatzanteil von ca. 50% im Geschäftsjahr 2019/2020.

Bonitätsstarke und krisenresistente Kunden

Der hohe Anteil an Regulierern, Ministerien und Behörden innerhalb der Kunden sorgt für ein stabiles und wiederkehrendes Geschäft. Im Jahr 2019/2020 lag der Anteil des Kerngeschäfts mit Regulierern (z.B. Bundesnetzagentur) bei über 75% (eAR 78%).

Know-how-Transfer und hervorragende Reputation

Neue Kundengruppen in den sogenannten Vertikalmärkten (unter anderem Transport & Verkehr, Militär, Versorgungsunternehmen und Industrie) werden zunehmend erschlossen. Während diese Märkte tendenziell stärker von Wettbewerbern umkämpft sind, punktet die LS telcom mit Qualität und grundsolider Reputation. Die Anforderung der vertikalen Kunden sind Sicherheit (Angriff von außen; Cyber Attack), Datenschutz (Spionage; Schutz sensibler Daten) und ein störungsfreier und reibungsloser Prozessablauf.

Markt

Marktumfeld und Marktgröße

Die LS telcom agiert in einem fragmentierten Markt. Funkfrequenzen und Lizenzen werden meist durch nationale Regulierungsbehörden (z.B. Bundesnetzagentur) vergeben und kontrolliert. Dies bedeutet, dass in nahezu jedem Fall eine Behörde pro Land der adressierte Kunde für die LS telcom ist. Das jährliche Neuvolumen für Spektrum Management und Frequenzüberwachungssysteme beläuft sich in der Größenordnung von EUR 130 – 140 Mio. gemessen an öffentlichen Aufträgen, die ausgeschrieben werden. Diese Größenordnung ist seit mehreren Jahren stabil und das Marktwachstum wird im niedrigen einstelligen Prozentbereich gesehen (auf Inflationsniveau). Das Marktpotenzial der Vertikalmärkte ist hierin nicht abgebildet. Dieses Markt- und Umsatzpotenzial ist für die Gesellschaft erheblich. Die nun erwartete Entstehung des 5G-Marktes wird nach unseren Einschätzungen einen neuen Milliardenmarkt eröffnen, auf dem die LS telcom ihre Produkte und Strukturen profitabel skalieren kann. *(Ausführliche Darstellung im Kapitel Wachstum)*

Expertise sichert Marktanteile

Das öffentliche Spektrum Management sowie die zugehörige Funküberwachung sind ein stabiler Umsatzbringer für LS telcom. Aus technischer Sicht sind Funkfrequenzen endlich. Es gibt nur bestimmte Bandbreiten und Frequenzen über die eine technische Nutzung, also eine Datenübertragung über elektromagnetische Wellen, möglich ist. Anwendungsbeispiele sind Funk (z.B. See- und Flugfunk), Ortung und Navigation, Rundfunk (auch digitaler Rundfunk), terrestrisches Fernsehen oder Mobilfunk.

Nahezu alle Anwendungen sind aus Sicht des modernen Lebens unabdingbar und zwingend notwendig, um einen regulären und sicheren Betrieb aufrecht erhalten zu können. Demnach handelt es sich um eine kritische Anwendung, wo Budgetfragen seitens der Betreiber eine untergeordnete Rolle spielen.

Nischenmarkt im Kerngeschäft mit wenigen Wettbewerbern

Die LS telcom agiert in den unterschiedlichen Geschäftsbereichen auf sehr heterogenen Märkten. Während nur wenige Anbieter Softwarelösungen (Spectrum

Management) auf dem Nischenmarkt mit sehr spezifizierten Anforderungen verkaufen, bieten zahlreiche Anbieter technische Komponenten oder Messequipment an.

Wettbewerbsanalyse Geschäftsfelder

Geschäftsfelder Wettbewerber	Spectrum- management- Software	RF- Netzwerkplanung Software	Integrierte Messsysteme (Hardware)	Beratungs- und Entwicklungs- dienstleistungen	Spectrum Assurance
LS telcom (Deutschland)	X	X	X	X	X
ATDI / Spectrum Center (Frankreich)	X	X		X	
CRFS (Großbritannien)		X	X		
Hensoldt /GEW (Deutschland)		X	X		
NARDA / L3 Harris (Deutschland)			X		
Progira / ESRI (Schweden)		X			
Rhode & Schwarz (Deutschland)			X		
TCI International / SPX (USA)	X		X		
WRAP / Altair (USA)			X		
Thales (Frankreich)			X		
Diverse weitere Anbieter				X	

Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch

Im Bereich Spektrum Management und Monitoringsysteme bei Regulierern als deutlich größter Umsatzbringer (Softwaresysteme), agiert die Gesellschaft nur mit drei Wettbewerbern. Mit anderen Dienstleistungen und technischem Equipment / Hardware liegt das geschätztes Gesamtmktvolumen in der Größenordnung von EUR 130 - 140 Mio. Die LS telcom nimmt insgesamt eine führende Marktposition ein. Durch einen entsprechend großen Anteil im Hardware-Geschäft (maßgeblicher Teil des o.g. Gesamtmktvolumens) sollte lediglich Rohde & Schwarz vor der LS telcom agieren.

Marktanteilsgewinn durch Qualität

LS telcom konnte im Laufe der letzten Jahre immer wieder Kunden von Konkurrenten abwerben. Dies sind von Seiten der Kunden in der Regel wohl überlegte Schritte, da die Implementierung einer neuen Software oftmals auch neue Hardwareanschaffungen mit sich bringt. Lediglich die LS telcom ist in der Lage, die Software über flexible Schnittstellen mit nahezu allen Endgeräten und Messgeräten mit Daten zu bespielen. Hierin liegt ein klarer Wettbewerbsvorteil der LS telcom, da ein Wechsel zu ihr mit wesentlich geringeren Hürden (niedrige Implementierungskosten durch Hardware-agnostischem System) verbunden ist als ein Wechsel zu einem anderen Anbieter, da der Kunde ggf. neben der Software auch neue bzw. andere Hardware benötigt.

Einführung von Substituten unwahrscheinlich

Die physikalische begrenzte Nutzbarkeit der Ressource Funkfrequenz macht eine lizenzierte Vergabe sowie eine permanente Überwachung notwendig. Wachsende Anwendungsgebiete (mehr Flugverkehr, mehr Mobilfunk etc.) sorgen für eine zunehmende Nutzerdichte mit unterschiedlichsten Funktechnologien, die eine Kontrolle zur störungsfreien Nutzung zwingend erfordern. Ohne Überwachung bestünde das Risiko, dass Funksysteme als kritische Technologien (z.B. Flugverkehr) von anderen Anwendern beeinträchtigt oder gänzlich blockiert würden. Funk ist eine Schlüsseltechnologie, die zunehmend kabelgebundene Arten der Kommunikation ablöst.

Fazit des Investment Case: Geschützt in der Nische

Die LS telcom agiert auf einen sehr geschützten Markt, auf dem die generierten, wiederkehrenden Umsätze gut zu verteidigen sind. Hohe Eintrittsbarrieren schließen das Auftreten neuer Wettbewerber nahezu aus, da der sehr spezielle Nischenmarkt neben langjähriger Erfahrung und kontinuierlichen Kundenbeziehungen, ein individuelles Know-how sowie verlässliche Reputationen fordert, die neue Marktteilnehmer fernhält oder gar komplett ausschließt. Rentabel und langfristig erfolgreich können nur die Marktführer (LS telcom ist der Marktführer im Bereich Spektrum-Management) arbeiten, die als One-Stop-Shop alle Kundenwünsche

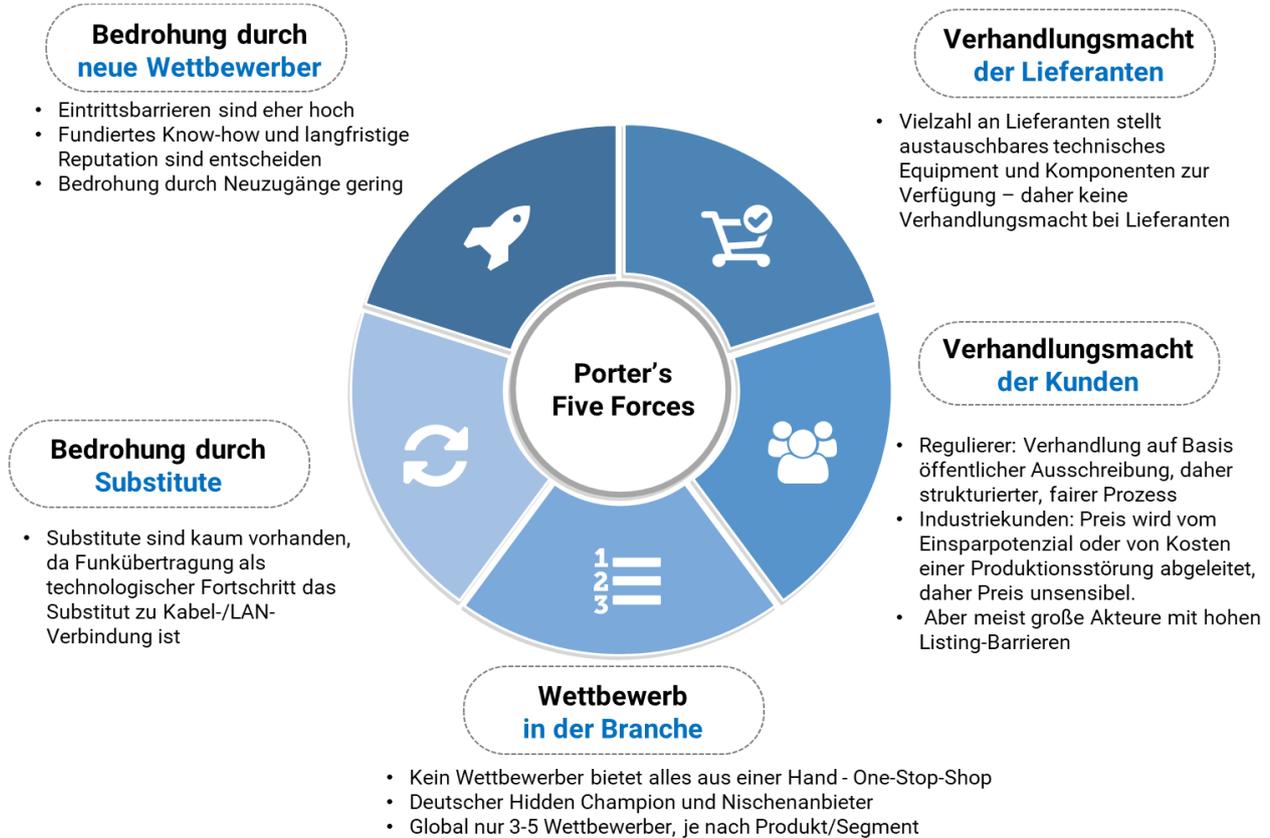
bedienen können. Alle diese Anforderungen erfüllt die LS telcom, die nun durch die Entstehung des 5G-Marktes einen neuen Milliardenmarkt adressiert und ihre Produkte und Strukturen profitable skalieren kann.

Bewertung

Nach einem Übergangsjahr, ausgelöst durch die Pandemie, wird die Rückkehr in die schwarzen Zahlen im laufenden Geschäftsjahr erwartet. Zudem sehen wir die Potenziale aus den neuen vertikalen Märkten nicht im aktuellen Kursniveau widergespiegelt. Basierend auf unserer DCF-Bewertung errechnen wir für die LS telcom Aktie ein Kursziel von EUR 10,50. Diese wird durch das adjustierte FCF Yield Model unterstützt, welches ein Kursziel von EUR 11,20 für das Jahr 2021/22E berechnet.

Porter's Five Forces

Marktpositionierung und Wettbewerbsqualität



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

SWOT - Analyse

Stärken

- Krisensichere und bonitätsstarke Kunden wie Behörden und Ministerien
- Langfristige Kundenbeziehungen mit sicheren Wartungsverträgen (50% des Umsatzes im GJ 19/20), die zu stabilen Cashflows führen
- Über 30 Jahre Erfahrung in der Spektrumanalyse
- Extrem diversifizierte Kundenstamm: 25 Kunden machen nur 60% des Umsatzes aus.

Schwächen

- Fehlende Standardisierung der Produkte verhindert Skaleneffekte
- Aktuell noch hoher Anteil an Projektgeschäft
- Kunden sind meist träge mit langen Entscheidungsprozessen
- Vertikale Kunden haben hohe Eintrittsbarrieren (z.B. Automobilindustrie)

Chancen

- Technologische Weiterentwicklungen erfordern fortwährend Software-Updates bei Kunden
- Politische Anpassung bringen stetigen Wandel und somit Neugeschäft
- Erweiterung der Kundengruppen auf den privaten Sektor
- Privater Sektor mit weniger komplexen Anforderungen
- standardisierte Produkte mit gesteigerter Profitabilität
- Akquise von bzw. Kollaboration mit Partnern, die neue Märkte öffnen

Risiken

- Geplante Expansionsstrategie verzögert sich oder scheitert
- Politische Unsicherheiten und weltpolitische Risiken durch Aktivität in über 100 Ländern weltweit
- Eigener Vertrieb kann vertikale Märkte nicht öffnen
- Die Pandemie verhindert weiterhin die internationale Reisetätigkeit – Installation und Planung sind aber nur vor Ort möglich – Erholung verzögert sich weiter

Wachstum

Umsatz-Wachstum

Bislang Fokus auf Bestandskunden

Die Gesellschaft hat in der Vergangenheit aus dem substantiellen Bestandskundengeschäft gelebt. Erst seit 2018/2019 wird die Ausrichtung vermehrt auf das Neukundengeschäft und neue umsatztreibende Anwendungen gelegt. So stieg der Neukundenumsatz im Jahr 2019/2020 auf ca. 9% des Umsatzes, während im Vorjahr nur 6% erzielt wurden.

Gesamtumsatz sowie Neukundenumsatz sind im abgelaufenen Geschäftsjahr Covid-19 bedingt zurückgegangen. Bei vielen Kunden, insbesondere bei Behörden, kam es zu Projektverzögerungen. Ebenso haben vornehmlich Flughäfen (Tier-1 Kunden unter vertikalen Anwendungen) mit CAPEX-Verschiebungen auf die Pandemie reagiert. Generell handelt es sich aber um verschobene, nicht um aufgehobene Projekte und Investitionen.

Know-how-Transfer auf vertikale Märkte setzt Wachstumspotenzial frei

Die Gesellschaft verfügt über ein stabiles Kerngeschäft, das sich nahezu komplett aus Regulierern wie Ministerien und öffentlichen Anstalten zusammensetzt. Jedoch wurde im Jahr 2018/2019 bereits der Grundstein für die Neuausrichtung auf neue Märkte gelegt. Adressiert werden Kunden in sogenannten vertikalen Märkten, die also nicht in der Entstehung oder der Vermarktung der Ressource Funkspektrum (z.B. Bundesnetzagentur oder Netzbetreiber) tätig sind, sondern diese Ressource als Anwender nachfragen, wie zum Beispiel das Militär oder regionale Verkehrsbetriebe (z.B. Hamburger Hochbahn, Schipol Amsterdam Airport).

Vertikale Märkte



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

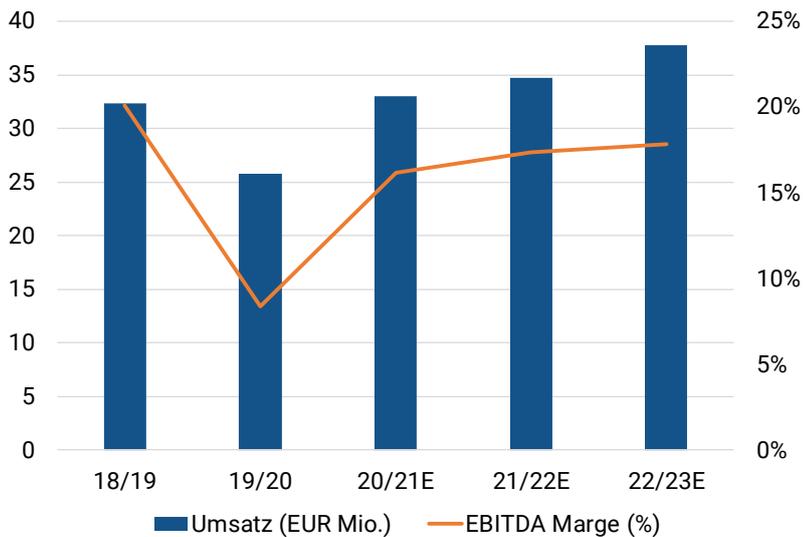
Diese Kunden verfügen oft nicht über eigenes Know-how in Bezug auf den Aufbau, die Ausrichtung und den Betrieb eines (lokalen) Funknetzes. Jedoch wollen oder müssen eben diese Kunden im Zuge der Digitalisierung (Internet of Things) und Automatisierung ihrer Produktionsprozesse sicher, flexibel und effizient machen, wozu eine individuelle, funkbasierte Systemlösungen (z.B. 5G Campus-Netz auf Betriebsgelände) eingesetzt werden kann.

Neue Märkte bieten neue Kunden und deutliche Wachstumschancen

Das erklärte Ziel der LS telcom ist es, das bestehende Know-how und die Kompetenz auf neue Kundengruppen zu übertragen, die sich durch die technologische Weiterentwicklung (z.B. leistungsfähigere Funktechnologien wie die Entwicklung von GSM über UMTS und LTE hin zu 5G) ergeben. Insbesondere durch die 5G-Technologie in Verbindung mit dem Trend zum Internet of Things werden Campus- und Firmennetze effizient sowie notwendig für industrielle Kunden. Für LS telcom bedeutet dies, dass das gesamte Spektrum der Produktpalette zum Einsatz kommen kann. Ein entsprechender Anstieg des Umsatzes wird daher von uns erwartet.

Im Jahr 19/20 erzielte die Gesellschaft bereits EUR 4,2 Mio. Umsatz in den vertikalen Märkten. Mittelfristig sehen wir einen Anstieg dieser Umsätze auf über EUR 10,0 Mio. (eAR im GJ 22/23) bei zweistelligen EBIT-Margen (eAR c. 10%). Insgesamt wird einen Umsatzwachstum von rund 14% p.a. im Zeitraum 2019/2020 bis 2022/2023 erwartet. Als Folge der Nutzung von Skaleneffekten wird im gleichen Zeitraum ein EBITDA-Wachstum von rund 50% p.a. angenommen.

Umsatz und EBITDA-Magenentwicklung



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Größtes Wachstum steckt in 5G-Campusnetzen

Unter dem Begriff „5G-Campusnetz“ wird ein geografisch begrenztes, lokales, für besondere Anforderungen wie industrielle Kommunikation angepasstes Mobilfunknetz verstanden. Dank der 5G-Technologie und der Verwendung individuell zugewiesener Frequenzen kann ein Campus-Netz die höchsten Anforderungen an die Dienstqualität hinsichtlich Latenz, Zuverlässigkeit und Verfügbarkeit der Kommunikation erfüllen. Dies macht 5G-Campusnetze für Anwendungen in verschiedenen Industriebereichen attraktiv. Deshalb gelten sie als wichtiger Wegbereiter für die Fabrik der Zukunft und sind derzeit Gegenstand zahlreicher Medienberichte und politischer Diskussionen.

Die Fabrik der Zukunft, die sogenannte „Smart Factory“, ist auf eine technologisch deutlich anspruchsvollere Kommunikationsinfrastruktur angewiesen. Dazu sind Lösungsbausteine um Maschinen, Prozesse, Roboter, Produkte, Werkzeuge und Menschen notwendig, um diese zuverlässig miteinander zu vernetzen. Im Gegensatz zu kabelgebundenen Vernetzungen ermöglichen mobile Funklösungen eine flexiblere und dynamischere Produktion. Somit bereitet die Mobilfunkkommunikation neue Wege, um durch die gewonnene Flexibilität eine höhere Produktivität zu erreichen.

Das Marktpotenzial in diesem Bereich wird auf Basis der unterschiedlichen Unternehmens- und Flughafengrößen auf anfänglich rund EUR 500 Mio. jährlich geschätzt. Zum aktuellen Zeitpunkt und auf dem Stand der jetzigen Technologie werden folgende potenzielle Kunden adressiert:

- Weltweit über 1.000 große Betriebe
- Weltweit über 2.500 mittleren Betrieben
- Weltweit über 1.000 Verkehrsflughäfen
- Weltweit über weitere 2.700 Flughäfen

Aktueller Flaschenhals: 5G- Technik und Equipment – Treiber ab 2022 erwartet

Gerade technisch und zu Teilen auch preislich wird es ausreichendes 5G-Equipment für Industrieanwendungen frühestens gegen Ende 2021 bzw. Anfang 2022 auf dem Markt geben. Hier haben sich aufgrund der Pandemie sowohl die Standardisierung als auch die darauf aufbauende Produktion weiter verzögert und die Ausklammerung von chinesischen Lieferanten wirkt ebenfalls negativ auf die Entwicklung. Daher werden erst ab dem Jahr 2022 umfangreichere Umsatzeffekte aus der Neukundenerweiterung erwartet. Insbesondere die wichtige Kundengruppe der Flughäfen sollte vor dem Hintergrund der Covid-19-Pandemie erst mit einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung vermehrt zu Capex-Ausgaben zurückkehren.

Ergebnis-Wachstum

Starker Ergebnissprung im Jahr 2021 erwartet

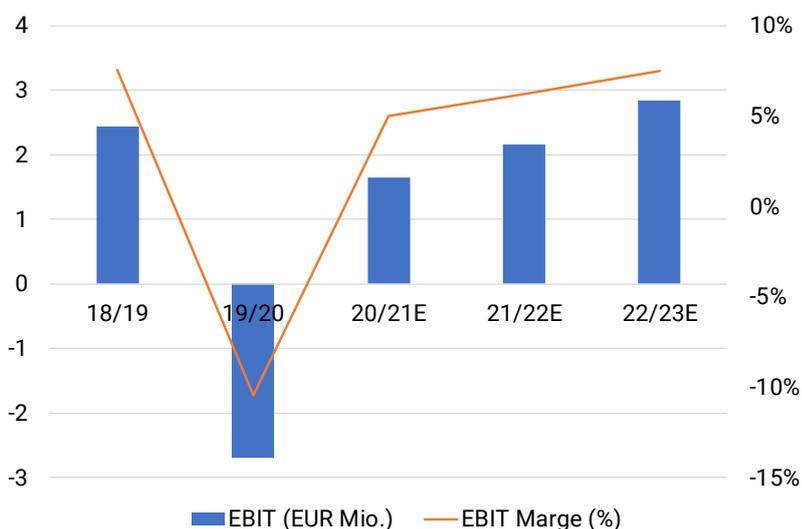
Das Geschäftsjahr 2019/20 war durch eine Vielzahl von Sondereinflüssen belastet.

- Rückgang von Aufträgen und Umsatz (ca. EUR 6,0 Mio. eAR) in Folge der Covid-19 Pandemie
- Ein Währungseffekt im Umfang von EUR 1,3 Mio. Euro (nicht zahlungswirksam)
- Erschließung neuer Märkte führte zu erhöhten Entwicklungskosten und Investitionen in den letzten Jahren (2017-2020)
- Vorinvestitionen im Zusammenhang mit 5G, der Industrie 4.0 und dem Internet of Things (IoT) seit 2017 bis 2020

Die Gesellschaft hat durch die Effekte der Corona-Krise insgesamt eine EBIT-Belastung im Umfang von rund EUR 1,5 Mio. (eAR) erlitten. Positive Effekte aus geminderter Reise- und Vertriebstätigkeit in Höhe von EUR 0,75 Mio. wurden durch Wechselkursbelastungen (EUR 1,29 Mio.) sowie der Zuführungen zu Wertberichtigungen (EUR 0,53 Mio.) und weiteren kleineren Belastungen (in Summe EUR 0,40 Mio. eAR) aufgezehrt. Hinzu kommt ein weggefallener bzw. verschobener Umsatz in Höhe von EUR 6,0 Mio. (eAR). Mit einer kalkulierten EBIT-Marge von 10% (eAR) fehlten der Gesellschaft weitere EUR 0,6 Mio. EBIT-Beitrag.

Alle Effekte zusammen sowie die höhere Profitabilität durch die Nutzung von Skaleneffekten, sollten zu einer deutlichen Rückkehr in die schwarzen Zahlen im Jahr 2020/21 führen – eAR: EBIT 20/21 rund EUR 1,7 Mio. Diese positive EBIT-Entwicklung sollte zum Halbjahresbilanzstichtag (31.03.) noch nicht sichtbar sein, da die Erholung sowie die Mehrzahl der Aufträge erst ab Dezember 2020 verzeichnet wurde. Diese Effekte werden nach unserer Einschätzung erst im zweiten Halbjahr (01. April bis 30. September) im Umsatz und Gewinn zum Tragen kommen.

EBIT und EBIT-Magenentwicklung



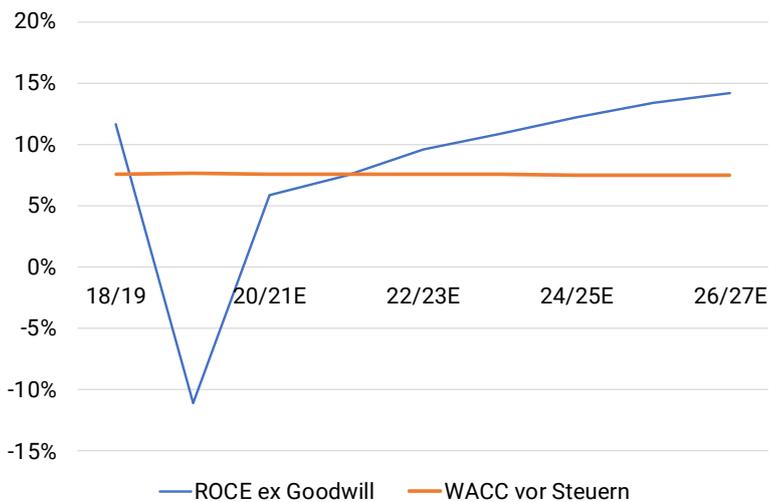
Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Nach einem schwierigen Jahr 2020 stellt sich bereits zum Jahreswechsel und im ersten Quartal 2021 eine deutliche Verbesserung ein. So wurden zahlreiche Großprojekte und nachgeholte Aufträge bekannt gegeben, die nach der Verschiebung im Pandemiejahr 2020 auf Kundenseite nachgeholt werden. Seit Geschäftsjahresbeginn wurden Aufträge im Volumen von über EUR 62,0 Mio. bekannt gegeben, wodurch die Gesellschaft bei einer Book-to-Bill-Dauer von rund 18-24 Monaten die kommenden beiden Geschäftsjahre als sehr visibel bezeichnen kann. Daher sollte eine Rückkehr zur Profitabilität kurzfristig erreicht werden.

Shareholder Value

Als Softwareanbieter betreibt die LS telcom ein Geschäftsmodell ohne umfangreiche Kapitalbindung. Die Gruppe ist auf schlanken Säulen aufgebaut und kommt daher ohne kostspielige Produktionsanlagen oder Lagerhaltungskosten aus. Die Bilanz der LS telcom bestand am letzten Bilanzstichtag (30.09.2020) zu 29,7% oder EUR 11,8 Mio. aus liquiden Mitteln. Das Unternehmen hat zur eigenen Absicherung im Rahmen der Pandemiebekämpfung KfW-Kredite im Volumen von knapp EUR 8,0 Mio. aufgenommen. Wir gehen davon aus, dass diese Mittel aufgrund der sich nun sehr positiv entwickelnden Geschäftslage nicht in Anspruch genommen werden, oder allenfalls zur temporären Zwischenfinanzierung der Gesellschaft dienen. Des Weiteren belaufen sich immaterielle Vermögenswerte auf EUR 13,7 Mio. oder 34,6% der Bilanzsumme.

ROCE vs. WACC (vor Steuern)



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Alle Wachstumsfaktoren zusammengenommen, ist die Gesellschaft in der Lage, gemessen am ROCE (ex Goodwill) eine attraktive Rendite für Aktionäre und damit einen erheblichen Shareholder Value, zu generieren. Mit Beendigung der negativen Effekte aus der Covid-19-Pandemie (im GJ 20/21 eAR) und der umfangreichen Erschließung der vertikalen Märkte (ab GJ 21/22) liegt der ROCE (vor Steuern) voraussichtlich im Bereich von 8-16% p.a. und wird damit die Kapitalkosten des Unternehmens (nach Steuern) deutlich übersteigen.

Katalysator

Solide Bilanz und ausreichend Cash für Wachstum

Die Gesellschaft hat sich in der Krise ausreichend Mittel (Corona-Kredite) von der KfW und vergleichbaren US-Institutionen gesichert. Mit der Aufnahme von rund EUR 8,0 Mio. betrug der Kassenbestand am 30. September 2020 (Bilanzstichtag) über EUR 11,8 Mio. Die Bilanzsumme stieg um über 15,5% auf EUR 39,6 Mio. Der Kassenbestand wurde nach Unternehmensangaben nicht in Anspruch genommen und ist durch positive Cashflows weiter angestiegen. Die Kreditrückzahlung beginnt sukzessive im Laufe des Jahres 2021.

Die Eigenkapitalquote sankt von 52,7% (GJ 18/19) auf noch immer solide 40,9% im Geschäftsjahr 2019/20. Nach unserer Auffassung ist die Gesellschaft daher in Verbindung mit dem CAPEX-Light-Geschäftsmodell und dem sehr soliden Kassenbestand hervorragend für weiteres Wachstum kapitalisiert.

Einmaliger Währungsverlust im Jahr 2019/2020

Im abgelaufenen Geschäftsjahr erlitt die Gesellschaft einen Währungsverlust im Umfang von EUR 1,3 Mio. Dieser Verlust ist hauptsächlich auf Bewegungen des USD zurückzuführen. Es handelt sich dabei um nicht-liquiditätswirksame Effekte aus der konzerninternen Schuldenkonsolidierung. Diese Effekte hatten keine zahlungswirksame Auswirkung und sind als einmalig klassifiziert. Zukünftig sollten Währungseinflüsse geringer ausfallen, da zwischenzeitlich durch Umwandlung eines größeren Darlehens in Eigenkapital und die Zusammenführung der beiden US-Töchter ein wesentlich geringerer Wirkungshebel vorliegt.

Erholung nach der Krise

In der Krise hat die Gesellschaft kreative Wege und Lösungen gefunden (z.B. webbasierte Vertriebskonzepte; Webinar-Reihe zur Produktvorstellung), um den Umsatzrückgang zu stoppen. Ein klarer Vorteil der Systemlösungen und Dienstleistungen der LS telcom ist, dass die Anwendungen in meist kritischen Technologien und Bereichen zum Einsatz kommen. Während viele Kunden zum Beginn der Pandemie ihre Aufträge verschoben und CAPEX-Restriktionen verhängten, wurde bereits Ende 2020 und Anfang 2021 eine deutliche Erholung verzeichnet. Nach dem Eingang einiger Großaufträge betrug die Summe der vermeldeten Aufträge Ende Dezember EUR 52,4 Mio. und lag damit wieder über dem Vorkrisenniveau. Bis Ende März wurden weitere Aufträge gewonnen, so dass sich die Summe der im aktuellen Geschäftsjahr vermeldeten Aufträge auf rund EUR 62,0 Mio. summiert.

Ein signifikanter Auftrag wurde bereits im Dezember von einem asiatischen Kunden zur Überwachung des Funkspektrums und Ortung von Störsignalen im Umfang von EUR 6,3 Mio. erteilt. Der Auftrag sollte binnen 18 Monaten als Umsatz verbucht werden.

Visibles Geschäft auf die kommenden 18 bis 24 Monate

Mit einer Bearbeitungszeit von durchschnittlich 18 Monaten besitzt die Gesellschaft ein sehr visibles Geschäftsmodell. Mit rund EUR 62,0 Mio. Auftragsvolumen seit Beginn des Geschäftsjahres sind die kommenden zwei Jahre sehr sicher planbar. Da die Gesellschaft hauptsächlich den öffentlichen Sektor bedient, halten wir zudem etwaige Auftragsstornos oder Zahlungsausfälle für nahezu ausgeschlossen.

Flughafen-Kunden in den nächsten 12 Monaten erwartet

Zu den vertikalen Industrien zählen auch Flughäfen, auf denen komplette Systeme zur Überwachung des Funkspektrums installiert werden. Mit einer Erholung der internationalen Flugaktivitäten sollten auch diese Aufträge wieder bei der LS telcom eintreffen. Flughäfen sind aus Sicht der LS telcom ein sehr attraktiver Markt, da sie mit Abstand das höchste Umsatzpotenzial in den vertikalen Märkten haben und umfangreiche Skaleneffekte ermöglichen (Auslastung pro Mitarbeiter).

IoT und zunehmende Vergabe von Campus-Lizenzen

Eine steigende Anzahl an Unternehmen wird sich für den flexiblen Einsatz von Campus-Lizenzen entscheiden. Im Rahmen von Produktion, Ortung und Bewegung lassen sich via Funk nahezu alle Prozesse steuern, überwachen und optimieren. Im

Rahmen des IoT – Internet of Things – sind Maschinen und Anlagen mit Sendern und Chips ausgestattet und kommunizieren kabellos und damit vollkommen flexibel mit der Steuerzentrale. Die LS telcom kommt mit ihren Systemen aus einer Hand bei fast jedem Campus-Netzwerk als Lieferant und Dienstleister zur Sicherung des Betriebs solcher Funksysteme in Frage.

H1 20/21 noch schwach aber EBIT-Swing auf Gesamtjahr 2020/2021 erwartet

Die Gesellschaft hat durch die Effekte der Corona-Krise insgesamt eine EBIT-Belastung im Umfang von rund EUR 1,5 Mio. (eAR) erlitten. Positive Effekte aus geminderter Reise- und Vertriebstätigkeit in Höhe von EUR 0,75 Mio. wurden durch Wechselkursbelastungen (EUR 1,29 Mio.) sowie der Zuführungen zu Wertberichtigungen (EUR 0,53 Mio.) und weiteren kleineren Belastungen (in Summe EUR 0,40 Mio. eAR) aufgezehrt. Hinzu kommt ein weggefallener bzw. verschobener Umsatz in Höhe von EUR 6,0 Mio. (eAR). Mit einer kalkulierten EBIT-Marge von 10% (eAR) fehlten der Gesellschaft weitere EUR 0,6 Mio. EBIT-Beitrag.

Alle Effekte zusammen sowie die höhere Profitabilität durch die Nutzung von Skaleneffekten, sollten zu einer deutlichen Rückkehr in die schwarzen Zahlen im Jahr 2020/21 führen – eAR: EBIT 20/21 rund EUR 1,7 Mio. – diese Entwicklung erwarten wir jedoch erst im zweiten Halbjahr 2020/21E, da die Erholung der negativen Effekte durch die Covid-Pandemie erst Ende des Jahres 2020 einsetzte. Zudem wurde ein erheblicher Teil der gewonnenen Aufträge erst ab Dezember 2020 vermeldet, sodass nach unserer Einschätzung die Umsätze tendenziell erst in der zweiten Geschäftsjahreshälfte realisiert werden.

Halbjahrestabelle bis Ende Geschäftsjahr 2019/2020

G&V Daten	2H2017	1H2018	2H2018	1H2019	2H2019	1H2020	2H2020
Umsatz	13,6	12,0	15,6	14,4	17,9	13,5	12,3
yoy Wachstum in %	-22,3%	-14,6%	15,3%	20,2%	14,7%	-6,1%	-31,5%
Rohertrag	12,3	11,4	15,1	13,4	15,7	12,5	12,5
Rohertragsmarge in %	90,7%	94,9%	96,7%	92,8%	87,5%	92,6%	101,4%
EBITDA	-1,9	-0,9	3,0	2,7	3,8	1,3	0,9
EBITDA Marge in %	-13,9%	-7,3%	19,4%	18,9%	21,0%	9,5%	7,2%
EBIT	-3,5	-2,8	1,1	0,8	1,7	-1,1	-1,6
EBIT Marge in %	-25,9%	-23,7%	7,2%	5,4%	9,3%	-7,8%	-13,3%
EBT	-3,6	-2,9	1,0	0,8	1,5	-1,1	-1,9
Steuerlast	-0,4	-0,1	0,2	-0,1	0,4	0,1	-0,6
Steuerrate in %	11,1%	2,4%	15,1%	-7,3%	28,4%	-5,9%	31,2%
Nettoergebnis	-3,0	-2,6	0,6	0,7	1,2	-1,1	-1,1
yoy Wachstum in %	na	na	na	na	100,7%	na	na
Gewinn/Aktie	-0,57	-0,49	0,11	0,13	0,20	-0,19	-0,19

Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch; Bilanzstichtag 31. März für H1 und 30. September für H2.

Unternehmenshintergrund

Unternehmensbeschreibung

Die LS telcom AG ist ein Spezialist für die wirtschaftliche Nutzung und effiziente Auslastung von Funkfrequenzen. Der Konzern ist der führende Anbieter mit einem klaren Fokus auf Beratungsdienstleistungen und Systemlösungen für den Einsatz von Funkfrequenzspektren in allen Funkdiensten. Dabei deckt die Gruppe das komplette Marktsegment der drahtlosen Kommunikation mit einer vollständigen Produktpalette ab.

Das Produktportfolio umfasst:

- voll integrierte Frequenzmanagementlösungen
- Funküberwachungslösungen
- Sendersysteme in standardisierten Containerlösungen
- technische Analyse- und Planungs-Software
- ganzheitliche strategische Beratung und deren Umsetzung.

Das Unternehmen wurde im Jahr 1992 gegründet und hat seinen Sitz im badischen Lichtenau. Über Tochtergesellschaften in Kanada, Südafrika, Frankreich, USA, Australien und in den Vereinigten Arabischen Emiraten ist die LS telcom weltweit vertreten. Zudem unterhält der Konzern Büros in Ungarn und in China, die eine globale Präsenz vervollständigen. Noch heute stehen dem Konzern die Gründer Georg Schöne und Manfred Leberz vor.

Nachgefragt werden die Produkte von öffentlichen Institutionen wie Ministerien und Militär sowie privatwirtschaftlichen Unternehmen und Organisationen. Zu diesen zählen unter anderem Telekommunikationskonzerne, Rundfunkanstalten, Verkehrsbetriebe, Polizei und Feuerwehr oder Industrieunternehmen. Neben großen flächendeckenden Funknetzen werden auch kleine individuelle Anwendungen wie Campus- oder Industriefunknetzwerke von der LS telcom betreut.

Im Jahr 2001 ging die LS telcom als Aktiengesellschaft an die Börse. Die Erstnotiz erfolgte am 15. März des Jahres in Frankfurt.

Segmente und Produkte

Softwaresysteme

- Sämtliches Softwaregeschäft
- Projektgeschäft mit umfassenden automatisierten Datenbanklösungen für Spektrum-Management



Hardwarenahe Systeme

- Projektgeschäft mit integrierten Hardware-systemen zur Funküberwachung
- Mess-Sensoren und Sensornetze



Dienstleistungen

- Beratung & Training
- Konzeption, Planung, Engineering
- Frequenzkoordinierung
- Messungen



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Segmente

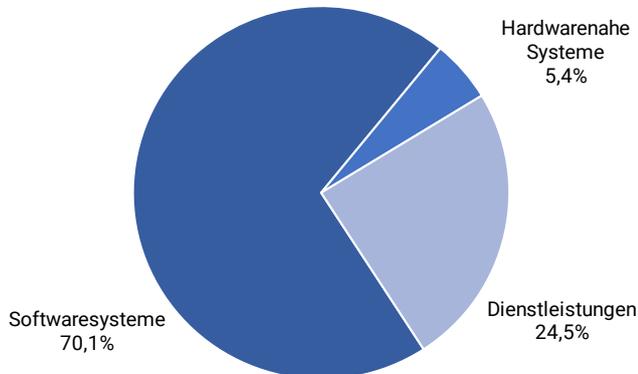
Das Segment **Softwaresysteme** umfasst u. a. die Softwareentwicklung in den Bereichen Funk- und Mobilkommunikation, Datenbanklösungen und Spektrum-Management.

Das Segment **Hardwarenahe Systeme** umfasst unter anderem die Aktivitäten im Zusammenhang mit der Entwicklung und dem Einsatz von integrierten Funküberwachungssystemen.

Das Segment **Dienstleistungen** umfasst die von der Gesellschaft erbrachten Schulungs-, Planungs-, Ingenieur- und Beratungsleistungen unter anderem in den Bereichen Rundfunk- und Spektrum-Management.

Segmentsplit

(nach Umsatzanteil)



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Regionen

Die Kunden des Unternehmens sind über alle Kontinente der Welt verteilt, wobei Europa einen Schwerpunktmarkt bildet. Die Gesellschaft ist jedoch weltweit tätig und betreibt Tochtergesellschaften und Büros in Kanada, China, Frankreich, Deutschland, Ungarn, Südafrika, den Vereinigten Arabischen Emiraten, Großbritannien und den Vereinigten Staaten. Im November 2020 wurde zudem eine Niederlassung in Mumbai, Indien eröffnet.

Standorte und Niederlassungen

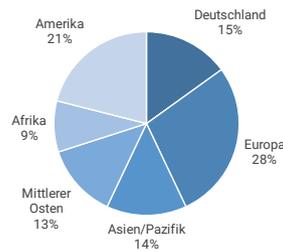


Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

LS telcom ist direkt oder mit ihren Tochtergesellschaften in über 100 Ländern aktiv. Durch eine globale Marktpräsenz verteilen sich die generierten Umsätze sehr ausgeglichen auf die unterschiedlichen geografischen Regionen.

Aktiv in über 100 Ländern

Ausgeglichene regionale Umsatzverteilung



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kunden

Die LS telcom bedient eine Vielzahl von Kundengruppen rund um das Thema drahtlose Telekommunikation sowie Zuteilung und Nutzung von Funkfrequenzen. Hierzu zählen insbesondere

- Regulierungsbehörden wie z.B. Ministerien (Zuteilung und Kontrolle von Funklizenzen)
- Funknetzbetreiber wie z.B. Industrieunternehmen (Lizenznehmer & Nutzer der Funkfrequenzen)

Da das Betreiben von Funknetzen in der Regel kosten- und investitionsintensiv ist, bedient die LS telcom typischerweise große Organisationen und Unternehmen. Diese fragen neben der Projektdurchführung Folgedienstleistungen wie Support, Wartung, Softwarepflege und Anpassung an technische Innovationen nach. Zu den größten Märkten und Branchen zählen Regulierer, Ministerien und öffentliche Anstalten sowie Netzbetreiber.

In den letzten Jahren wurde der Fokus mehr auf vertikale Märkte gelegt. Vertikalmärkte zeichnen sich dadurch aus, dass sie für eine bestimmte Aufgabe die Produkte und Dienstleistungen der LS telcom benötigen, aber nicht der Kommunikationsbranche zuzurechnen sind. So konnten zunehmend Kunden aus neuen Bereichen und Branchen hinzugewonnen werden, unter anderem aus der Industrie, bei Versorgern und Verkehrsbetrieben.

Märkte und Kunden der LS telcom



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Management

Das Management der Gesellschaft zeichnet sich durch Kompetenz und Kontinuität aus. Seit der Gründung der Vorgängergesellschaft, der L&S Hochfrequenztechnik GmbH im Jahr 1992, sind Manfred Leberherz und Georg Schöne Geschäftsführer und Gesellschafter. Seit 2002 sind sie im Vorstand der LS telcom AG tätig.

Management

Gründer der Gesellschaft



Dr.-Ing. Georg Schöne

Vorstand

Forschung &
Entwicklung, Personal,
strategische
Entwicklung: Software

Gründer der Gesellschaft



Dr.-Ing. Manfred Lebherz

Vorstandsvorsitzender

Finanzen,
Investor Relations,
Vertrieb & Marketing



Dipl.-Ing. Roland Götz

Vorstand

Beratung und
Engineering,
Strategische
Entwicklung

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Veränderung im Management erwartet

Der Vorstandsvorsitzende der LS telcom AG, Dr. Manfred Lebherz, wird seinen laufenden Vertrag aus gesundheitlichen Gründen nach der aktuellen Berufung beenden. Der Aufsichtsrat hatte im Januar 2021 die Vertragsverlängerung nach dem 30.09.2021 angeboten.

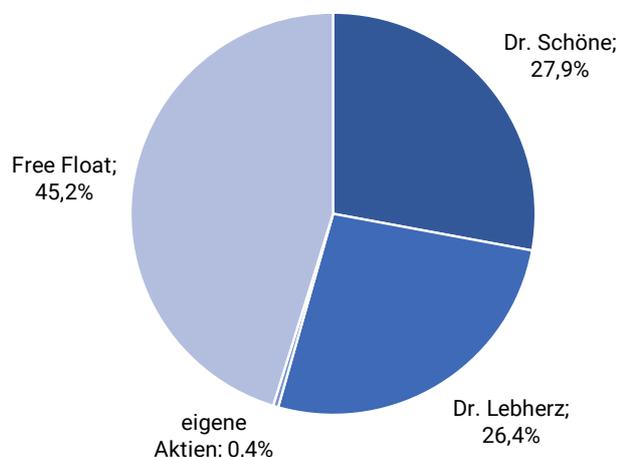
Der Aufsichtsrat hat bereits die Neuordnung der Führungsstruktur eingeleitet, um die notwendige Kontinuität im Unternehmen zu wahren. Teil dessen ist, dass Herr Dr. Manfred Lebherz nach seiner offiziellen Berufung der LS telcom weiterhin beratend zur Verfügung steht.

Aktuell plant die Gesellschaft, die Führungsspitze des Konzerns durch die beiden verbleibenden Vorstände Herrn Schöne (zukünftig Sprecher des Vorstands) und Herrn Götz, zu bilden. Zudem wird die zweite Führungsebene entsprechend gestärkt.

Aktionärsstruktur

Die Gesellschaft befindet sich seit dem Börsengang im März 2001 mehrheitlich in Besitz der beiden Gründer

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Geschichte und Meilensteine

LS telcom wird im Jahr 2022 ihr 30-jähriges Bestehen feiern. In den letzten drei Jahrzehnten hat die Gesellschaft stets ihre Marktposition ausgebaut, neuen Märkte eröffnet und Know-how gesammelt. Die dargestellte Unternehmensgeschichte zeigt die bedeutendsten Meilensteine.



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in Bezug auf geografische Exposition, Größe oder Wettbewerbsstärke selten genügend Ähnlichkeit mit Konkurrenten aufweisen, und um die Fallstricke einer schwachen langfristigen Sichtbarkeit auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows (bereinigter FCF) durchgeführt.

Die bereinigte Free Cash Flow Rendite ergibt einen fairen Wert von EUR 9,90 pro Aktie auf der Basis von 2020/21E und EUR 16,00 pro Aktie auf der Basis von 2024/25E. Die FCF-Rendite unterstützt somit das DCF-basierte Kursziel. Ein Blick über 2022E hinaus, scheint aus unserer Sicht gerechtfertigt, wenn man bedenkt, dass die volle Wirkung der neuen vertikalen Märkte sowie der sehr wahrscheinliche zukünftigen Kundengewinn erst ab 2022/23E ihre volle Wirkung zeigen werde.

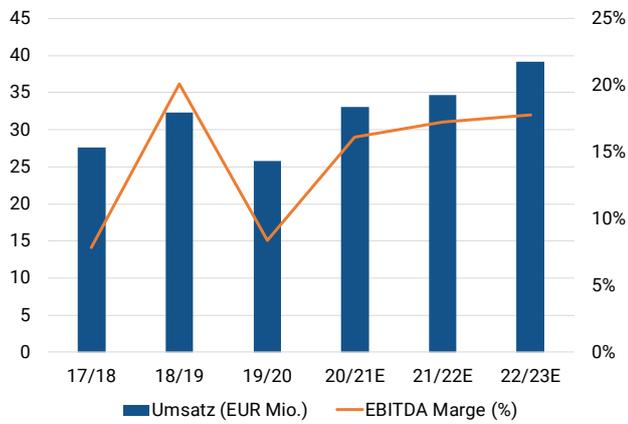
Die Hauptstellschraube dieses Modells ist die Höhe der Rendite, die einem kontrollierenden Investor zur Verfügung steht, beeinflusst durch die Kapitalkosten dieses Investors (Opportunitätskosten) und dem Kaufpreis - in diesem Fall dem Unternehmenswert des Unternehmens. Hier wird die bereinigte FCF-Rendite als Proxy für die erforderliche Rendite verwendet und ist definiert als EBITDA abzüglich Minderheitsbeteiligungen, Steuern und Investitionen, die zur Erhaltung des vorhandenen Vermögens erforderlich sind (Erhaltungsinvestitionen).

FCF Rendite EUR Mio.	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
EBITDA	5,3	6,0	7,0	7,6	8,3	
- Erhaltungsinvestitionen	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Steuerzahlungen	0,3	0,4	0,7	0,9	1,1	
= Adjustierter Free Cash Flow	3,4	3,8	4,5	4,9	5,5	
Aktuelle Marktkapitalisierung	44	44	44	44	44	
+ Nettoverschuldung (-barmittel)	0,7	-0,2	-2,1	-4,1	-6,6	
+ Pensionsverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Außerbilanzielle Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Finanzielle Vermögensgegenstände	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	
- Kumulierte Dividendenzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<i>Unternehmenswert (EV) Adjustierungen</i>	-0,7	-1,6	-3,4	-5,4	-7,9	
= Richtiger Unternehmenswert (EV)¹	43	42	40	38	36	
Adjustierte Free Cash Flow Rendite	7,8%	9,0%	11,1%	12,9%	15,1%	
Basis Hurdle Rate	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
ESG Adjustierung (score 50/100)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Adjustierte Hurdle Rate	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Fair EV	56	64	75	82	91	
- EV Adjustierungen	-1	-2	-3	-5	-8	
Faire Marktkapitalisierung	57	65	78	88	99	
Anzahl Aktien (Mio.)	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	
Fairer Wert pro Aktie	9,81	11,23	13,49	15,11	16,98	
Prämie (-) / Discount (+) in %	29,9%	48,8%	78,7%	100,1%	125,0%	
Sensitivitätsanalyse fairer Wert						
Adjustierte Hurdle Rate	4,0%	14,7	16,7	19,9	22,2	24,8
	5,0%	11,7	13,4	16,1	17,9	20,1
	6,0%	9,8	11,2	13,5	15,1	17,0
	7,0%	8,4	9,7	11,6	13,1	14,8
	8,0%	7,4	8,5	10,3	11,6	13,1

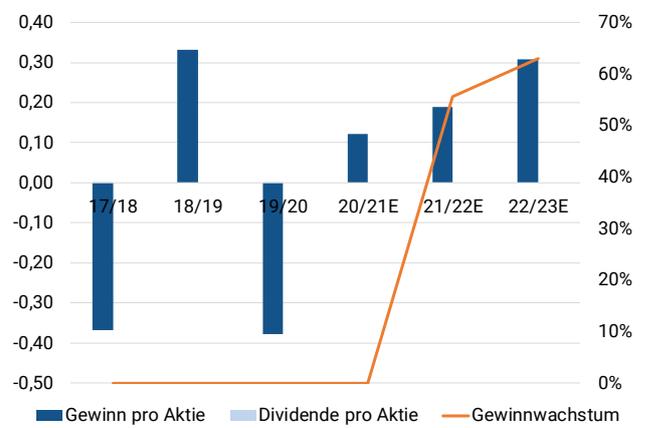
Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass die Investoren von den Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis des Investors verlangen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hürde des Modells von 6,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf dem gesamten Leeway ESG-Score können ESG-Anpassungen anwendbar sein. Eine hohe Punktzahl deutet auf ein hohes Bewusstsein für ökologische, soziale oder Governance-Themen hin und kann daher das Gesamtrisiko einer Investition in das Unternehmen senken. Eine niedrige Punktzahl hingegen kann das Risiko einer Investition erhöhen und somit eine höhere erforderliche Hurdle Rate auslösen.**

Finanzen in sechs Grafiken

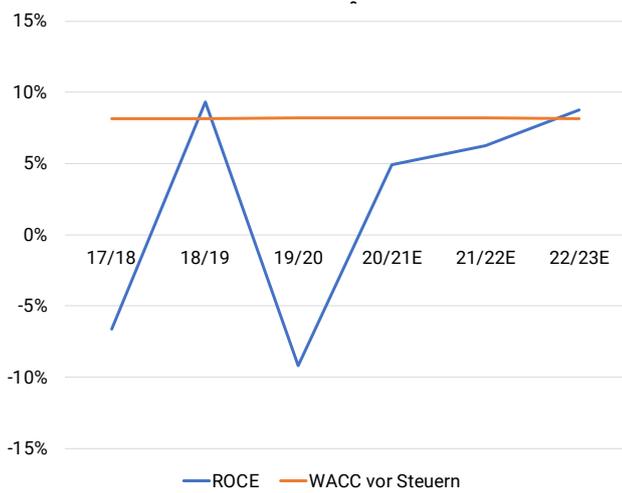
Umsatz vs. EBITDA-Margen-Entwicklung



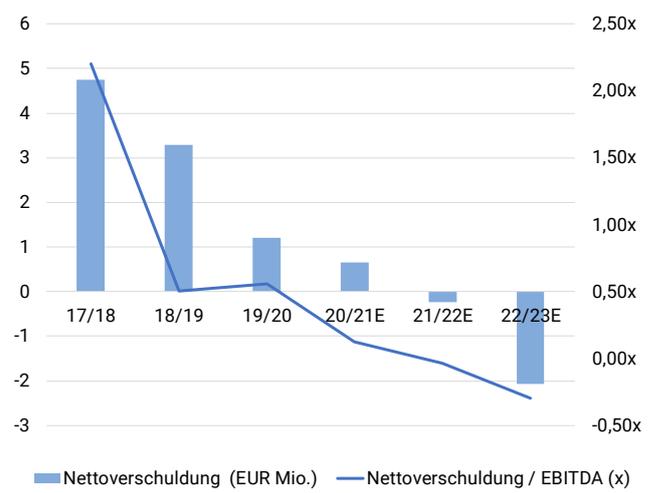
Gewinn & Dividende pro Aktie in EUR



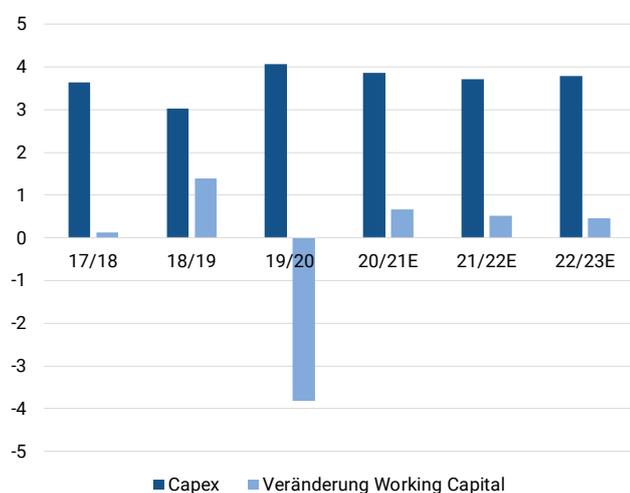
ROCE vs. WACC (vor Steuern)



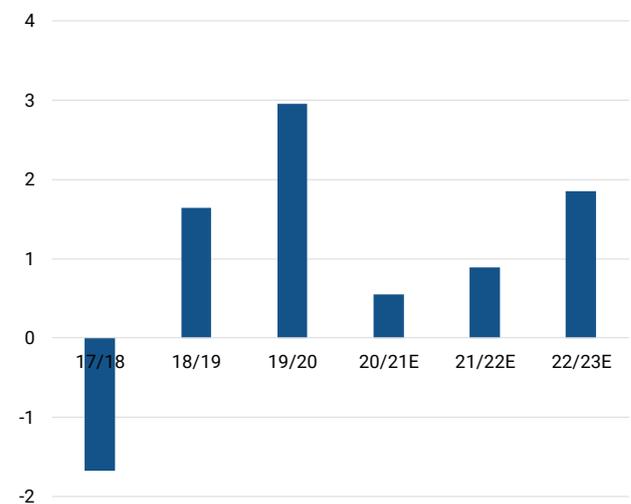
Nettoverschuldung und Nettoverschuldung/EBITDA



Capex & Veränd. Working Capital in EUR Mio.



Free Cash Flow in EUR Mio.



Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Nettoumsatz	27,6	32,3	25,8	33,1	34,7	39,2
Umsatzwachstum	0,1%	17,0%	-20,2%	28,1%	5,0%	12,8%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	3,1	2,1	3,3	2,0	2,1	2,3
Gesamumsatz	30,8	34,4	29,1	35,0	36,8	41,5
Materialaufwendungen	4,3	5,4	4,1	5,5	5,6	6,4
Bruttogewinn	26,5	29,1	25,0	29,6	31,2	35,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	1,2	1,1	1,0	1,0	1,2
Personalaufwendungen	18,9	18,2	17,9	19,3	20,1	22,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,9	5,5	6,0	5,9	6,1	6,9
EBITDA	2,2	6,5	2,2	5,4	6,0	7,0
Abschreibung	0,9	0,9	1,4	0,9	0,8	0,7
EBITA	1,3	5,6	0,7	4,5	5,2	6,3
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	3,0	3,2	3,4	2,8	3,1	3,2
EBIT	-1,7	2,4	-2,7	1,7	2,1	3,1
Finanzergebnis	-0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-1,9	2,4	-3,0	1,0	1,5	2,5
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	-1,9	2,4	-3,0	1,0	1,5	2,5
Steuern	0,1	0,4	-0,5	0,3	0,4	0,7
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-2,0	2,0	-2,5	0,7	1,1	1,8
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-2,0	2,0	-2,5	0,7	1,1	1,8
Minderheitsbeteiligung	0,0	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	-2,0	1,9	-2,2	0,7	1,1	1,8
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	5.43	5.82	5.82	5.82	5.82	5.82
Gewinn pro Aktie (berichtet)	-0,37	0,33	-0,38	0,13	0,19	0,31

Gewinn und Verlustrechnung (common size)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Nettoumsatz	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	11%	6%	13%	6%	6%	6%
Gesamumsatz	111%	106%	113%	106%	106%	106%
Materialaufwendungen	15%	17%	16%	16%	16%	16%
Bruttogewinn	96%	90%	97%	89%	90%	90%
Sonstige betriebliche Erträge	1%	4%	4%	3%	3%	3%
Personalaufwendungen	68%	56%	70%	58%	58%	57%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	21%	17%	23%	18%	18%	18%
EBITDA	8%	20%	8%	16%	17%	18%
Abschreibung	3%	3%	6%	3%	2%	2%
EBITA	5%	17%	3%	13%	15%	16%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	11%	10%	13%	9%	9%	8%
EBIT	-6%	8%	-10%	5%	6%	8%
Finanzergebnis	-1%	-0%	-1%	-2%	-2%	-1%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-7%	7%	-12%	3%	4%	6%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	-7%	7%	-12%	3%	4%	6%
Steuern	0%	1%	-2%	1%	1%	2%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-7%	6%	-10%	2%	3%	5%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss	-7%	6%	-10%	2%	3%	5%
Minderheitsbeteiligung	0%	-0%	1%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	-7%	6%	-8%	2%	3%	5%

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Bilanz (in EUR Mio.)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Immaterielle Vermögenswerte	9.6	8.6	8.8	9.6	10.1	10.4
Goodwill	5.0	5.2	4.9	4.9	4.9	4.9
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	5.7	5.7	5.1	4.4	3.8	3.4
Finanzielle Vermögenswerte	1.4	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4
ANLAGEVERMÖGENEN	21.7	20.6	20.2	20.4	20.2	20.1
Vorräte	0.3	0.7	0.5	0.8	0.9	1.1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.4	1.2	0.5	0.7	1.0	1.6
Sonstiges Umlaufvermögen	6.5	9.1	5.8	5.8	5.8	5.8
Barmittel	1.7	2.3	12.3	13.4	13.3	14.1
Latente Steuern	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rechnungsabgrenzungsposten	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
UMLAUFVERMÖGEN	11.3	13.7	19.4	21.1	21.5	23.1
AKTIVA	33.0	34.3	39.6	41.5	41.7	43.2
EIGENKAPITAL	16.6	18.1	16.2	16.9	18.0	19.8
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0.3	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Langfristige Schulden	5.5	4.7	11.6	12.0	11.0	10.0
Rückstellungen für Pensionen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Andere Rückstellungen	2.4	2.6	2.4	3.0	3.2	3.6
Langfristige Verbindlichkeiten	7.9	7.4	14.0	15.0	14.2	13.6
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0.9	0.8	1.9	2.0	2.0	2.0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0.9	1.1	1.0	1.3	1.3	1.5
Anzahlungen	2.5	1.9	2.9	2.0	1.7	1.6
Sonstige Verbindlichkeiten	1.8	2.8	1.9	2.4	2.6	2.9
Latente Steuern	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
Passive Rechnungsabgrenzung	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	8.3	8.5	9.5	9.6	9.5	9.9
PASSIVA	33.0	34.3	39.6	41.5	41.7	43.2

Bilanz (common size)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Immaterielle Vermögenswerte	29%	25%	22%	23%	24%	24%
Goodwill	15%	15%	12%	12%	12%	11%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	17%	16%	13%	11%	9%	8%
Finanzielle Vermögenswerte	4%	3%	3%	3%	3%	3%
ANLAGEVERMÖGENEN	66%	60%	51%	49%	49%	46%
Vorräte	1%	2%	1%	2%	2%	3%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7%	4%	1%	2%	3%	4%
Sonstiges Umlaufvermögen	20%	27%	15%	14%	14%	13%
Barmittel	5%	7%	31%	32%	32%	33%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	1%	1%	1%	1%	1%	1%
UMLAUFVERMÖGEN	34%	40%	49%	51%	51%	54%
AKTIVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%
EIGENKAPITAL	50%	53%	41%	41%	43%	46%
MINDERHEITSBETEILIGUNG	1%	1%	-0%	-0%	-0%	-0%
Langfristige Schulden	17%	14%	29%	29%	26%	23%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	7%	8%	6%	7%	8%	8%
Langfristige Verbindlichkeiten	24%	21%	35%	36%	34%	31%
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	3%	2%	5%	5%	5%	5%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3%	3%	2%	3%	3%	3%
Anzahlungen	7%	6%	7%	5%	4%	4%
Sonstige Verbindlichkeiten	5%	8%	5%	6%	6%	7%
Latente Steuern	6%	5%	4%	4%	4%	4%
Passive Rechnungsabgrenzung	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	25%	25%	24%	23%	23%	23%
PASSIVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Kapitalflussrechnung (EUR m)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Jahresüberschuss/Verlust	-2.0	2.0	-2.5	0.7	1.1	1.8
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	3.9	4.1	4.9	0.9	0.8	0.7
Abschreibung von Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0.0	0.0	0.0	2.8	3.1	3.2
Sonstige	0.2	-0.0	0.8	0.7	0.2	0.4
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	2.1	6.0	3.2	5.1	5.1	6.1
Veränderung des Bestands	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.1	-0.2
Veränderung der Lieferung und Leistungen	-0.1	-2.5	3.0	-0.2	-0.3	-0.6
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.2
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	-0.1	1.1	0.9	-0.4	-0.1	0.1
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-0.1	-1.4	3.8	-0.7	-0.5	-0.5
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	2.0	4.7	7.0	4.4	4.6	5.6
CAPEX	-3.6	-3.0	-4.1	-3.9	-3.7	-3.8
Zahlungen für Akquisitionen	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Finanzielle Investitionen	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten	-3.5	-2.9	-4.0	-3.9	-3.7	-3.8
Mittelfluss vor Finanzierung	-1.6	1.8	3.0	0.6	0.9	1.8
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	-0.4	-0.4	7.7	0.5	-1.0	-1.0
Kauf eigener Aktien	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kapitalmaßnahmen	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendenzahlungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sonstige	-0.8	-0.7	-1.1	0.0	0.0	0.0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten	1.3	-1.1	6.5	0.5	-1.0	-1.0
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	-0.3	0.6	9.5	1.1	-0.1	0.8
Flüssige Mittel am Ende der Periode	1.6	2.3	11.8	12.8	12.7	13.6

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Deutschland	3.1	4.6	3.9	4.9	5.2	5.8
Europa (ex Deutschland)	8.1	7.7	7.2	9.2	9.6	10.9
Amerika	4.6	4.8	5.5	7.1	7.4	8.4
Asien	2.5	4.5	3.5	4.5	4.7	5.3
Rest der Welt	9.2	10.6	5.8	7.4	7.8	8.8
Gesamtumsatz	27,6	32,3	25,8	33,1	34,7	39,2

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Deutschland	11.4%	14.4%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
Europa (ex Deutschland)	29.4%	23.9%	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%
Amerika	16.8%	14.7%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
Asien	9.2%	14.1%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
Rest der Welt	33.1%	32.9%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
Gesamtumsatz	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Daten pro Aktie						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	-0.37	0.33	-0.38	0.13	0.19	0.31
Cash Flow pro Aktie	0.20	0.65	0.96	0.47	0.49	0.67
Buchwert pro Aktie	3.06	3.11	2,79	2.91	3.10	3.41
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bewertung						
KGV	-20,3x	22,5x	-19,8x	59,4x	39,5x	24,2x
Kurs/CF	37,0x	11,5x	7,7x	15,7x	15,2x	11,2x
Preis/Buchwert	2,4x	2,4x	2,7x	2,6x	2,4x	2,2x
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF-Rendite (%)	2,7%	8,7%	12,9%	6,4%	6,6%	9,0%
Unternehmenswert/Umsatz	1,7x	1,4x	1,7x	1,3x	1,2x	1,1x
Unternehmenswert/EBITDA	22,3x	7,2x	20,5x	8,2x	7,2x	5,9x
Unternehmenswert/EBIT	-28,1x	19,1x	-16,6x	26,6x	20,3x	13,5x
G&V (EUR Mio.)						
Umsatz	27,6	32,3	25,8	33,1	34,7	39,2
Wachstum Veränderung (%)	0,1%	17,0%	-20,2%	28,1%	5,0%	12,8%
Rohertrag	26,5	29,1	25,0	29,6	31,2	35,1
Rohertragsmarge (%)	95,9%	89,9%	96,8%	89,5%	89,8%	89,8%
EBITDA	2,2	6,5	2,2	5,4	6,0	7,0
EBITDA Marge (%)	7,8%	20,1%	8,4%	16,2%	17,3%	17,8%
EBIT	-1,7	2,4	-2,7	1,7	2,1	3,1
EBIT Marge (%)	-6,2%	7,6%	-10,4%	5,0%	6,1%	7,8%
Jahresüberschuss	-2,0	1,9	-2,2	0,7	1,1	1,8
Kapitalflussrechnung						
Operativer Cashflow	2.0	4.7	7.0	4.4	4.6	5.6
Investitionen	-3.6	-3.0	-4.1	-3.9	-3.7	-3.8
Erhaltungsinvestitionen	0.9	0.9	1.4	1.7	1.7	1.8
Freier Cash Flow	-1.7	1.6	3.0	0.6	0.9	1.8
Bilanz (EUR Mio.)						
Immaterielle Vermögenswerte	14.6	13.9	13.7	14.6	15.0	15.4
Materielle Vermögensgegenstände	5.7	5.7	5.1	4.4	3.8	3.4
Eigenkapital	16.6	18.1	16.2	16.9	18.0	19.8
Pensionsrückstellungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	8.8	8.2	15.9	17.0	16.2	15.6
Netto-Finanzverbindlichkeiten	4.8	3.3	1.2	0.6	-0.3	-2.1
w/c Anforderungen	-0.7	-1.1	-2.9	-1.7	-1.1	-0.3
Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	-12.1%	11.0%	-15.5%	4.3%	6.1%	9.0%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	-6.7%	9.3%	-8.3%	4.9%	6.2%	8.6%
Nettoverschuldung	28.7%	18.2%	7.4%	3.8%	-1.4%	-10.6%
Nettoverschuldung / EBITDA	2,2x	0,5x	0,6x	0,1x	-0,0x	-0,3x

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Interessenskonflikt

Gemäß § 85 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) muss ein Analysebericht auf mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem analysierten Unternehmen hinweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere dann vermutet, wenn die SRH AlsterResearch AG:

- (1) oder ihre Tochtergesellschaft(en) (entweder als eigene Einheit oder als Teil eines Konsortiums) innerhalb der letzten zwölf Monate die Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens erworben hat,
- (2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung des Rechercheberichts getroffen hat,
- (3) oder ihre Tochtergesellschaft(en) innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Investment-Banking-Dienstleistungen getroffen oder Dienstleistungen oder ein Leistungsversprechen im Rahmen der Laufzeit einer solchen Vereinbarung erhalten haben,
- (4) oder deren Tochtergesellschaft(en) a) 5% oder mehr des Aktienkapitals des analysierten Unternehmens hält oder b) das analysierte Unternehmen 5% oder mehr des Aktienkapitals der SRH AlsterResearch AG oder deren Tochtergesellschaft(en) hält,
- (5) oder seine Tochtergesellschaft(en) eine Netto-Long (a)- oder eine Netto-Short (b)-Position von mindestens 0,5% des ausstehenden Aktienkapitals des analysierten Unternehmens oder seiner Derivate hält,
- (6) oder ihre verbundene(n) Gesellschaft(en) ein Market Maker oder Liquiditätsanbieter in den Finanzinstrumenten des Emittenten ist,
- (7) oder der Analyst andere bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten im Interesse des analysierten Unternehmens oder einen bedeutenden Interessenkonflikt in Bezug auf den Emittenten,
- (8) Der Recherchebericht wurde dem Unternehmen vor seiner Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden nur noch faktische Änderungen an dem Bericht vorgenommen.

Interessenkonflikte, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Research-Berichts bestanden:

Unternehmen	Disclosure
LS telcom AG	2, 8

Haftungsausschluss

1. Allgemeine Informationen/Haftung Dieses Dokument wurde von der SRH AlsterResearch AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverarbeitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von SRH AlsterResearch zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch SRH AlsterResearch erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrungen mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des „Financial Services and Markets Act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)“ in der jeweils gültigen Fassung fallen: oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden. In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und dies zu beachten. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebots für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potentielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

2. Verantwortlichkeiten Dieser Recherchebericht wurde von dem auf der Titelseite genannten Rechercheanalysten (der Produzent) erstellt. Der Produzent ist allein verantwortlich für die in diesem Bericht geäußerten Ansichten und Einschätzungen. Der Bericht wurde unabhängig erstellt. Der Inhalt des Rechercheberichts wurde zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten des analysierten Finanzinstruments beeinflusst. Es ist möglich, dass Teile des Rechercheberichts dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken ausgehändigt wurden, ohne dass danach wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

3. Organisatorische Vorkehrungen Die SRH AlsterResearch AG hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verteilung des Rechercheberichts zu vermeiden oder entsprechend offen zu legen. Alle Mitglieder der AlsterResearch AG, die an der Erstellung des Rechercheberichts beteiligt sind, unterliegen den internen Compliance-Vorschriften. Kein Teil der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse. Für den Fall, dass ein Research-Analyst oder eine nahestehende Person in einen Interessenkonflikt gerät, ist der Research-Analyst von der Berichterstattung über dieses Unternehmen ausgeschlossen.

4. Informationen bezüglich der Bewertungsmethoden/Aktualisierung Die Bestimmung des fairen Wertes pro Aktie, d.h. des Kursziels, und des daraus resultierenden Ratings erfolgt auf der Grundlage der Methode des bereinigten freien Cashflows (adj. FCF) und auf der Grundlage des Discounted-Cashflow - DCF-Modells. Darüber hinaus wird ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die adj. FCF-Methode basiert auf der Annahme, dass Investoren Vermögenswerte nur zu einem Preis (Unternehmenswert) erwerben, bei dem die operative Cashflow-Rendite nach Steuern auf diese Investition ihre Opportunitätskosten in Form einer Hurdle Rate von i.d.R. 7,5% übersteigt. Der Betriebs-Cashflow wird als EBITDA abzüglich Erhaltungsinvestitionen und Steuern berechnet. Im Rahmen des DCF-Ansatzes werden die zukünftigen freien Cashflows zunächst auf der Basis einer fiktiven Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital berechnet, d.h. Zinsen und Tilgungen auf Fremdkapital werden zunächst nicht berücksichtigt. Die Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur erfolgt durch Diskontierung der berechneten freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC), der sowohl die Kosten für Eigenkapital als auch die Kosten für Fremdkapital berücksichtigt. Nach der Diskontierung wird der berechnete Gesamtunternehmenswert um das verzinliche Fremdkapital verringert, um den Eigenkapitalwert zu erhalten. Ausführliche Informationen zu den verwendeten Bewertungsgrundlagen bzw. Methoden und den zugrunde gelegten Annahmen finden Sie unter <https://www.alsterresearch.com>.

Die SRH AlsterResearch AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

Kaufen: Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten

Verkaufen: Nachhaltiges Abwärtspotential von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

Halten: Das Aufwärts-/Abwärtspotential ist begrenzt. Kein unmittelbarer Katalysator sichtbar.

NB: Die Ratings der SRH AlsterResearch AG basieren nicht auf einer Leistung, die "relativ" zum Markt sein wird.

Die Entscheidung über die Wahl der in diesem Dokument analysierten Finanzinstrumente wurde ausschließlich von der SRH AlsterResearch AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der SRH AlsterResearch AG, ob und wann sie eine Aktualisierung dieses Rechercheberichts veröffentlicht, aber im Allgemeinen werden Aktualisierungen regelmäßig, spätestens nach 6 Monaten, erstellt. Eine Sensitivitätsanalyse ist in den ersten Studien des Unternehmens enthalten und wird veröffentlicht.

5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse: 21.04.2021

6. Risikohinweise

- Börsenanlagen und Anlagen in Unternehmen (Aktien) sind immer spekulativ und beinhalten das Risiko des Totalverlustes.
- Dies gilt insbesondere in Bezug auf Anlagen in Unternehmen, die nicht etabliert sind und/oder klein sind und keinen etablierten Geschäftsbetrieb und Firmenvermögen haben.
- Aktienkurse können erheblich schwanken. Dies gilt insbesondere bei Aktien, die nur über eine geringe Liquidität (Marktbreite) verfügen. Hier können auch nur geringe Aufträge erheblichen Einfluss auf den Aktienkurs haben.
- Bei Aktien in engen Märkten kann es auch dazu kommen, dass dort überhaupt kein oder nur sehr geringer tatsächlicher Handel besteht und veröffentlichte Kurse nicht auf einem tatsächlichen Handel beruhen, sondern nur von einem Börsenmakler gestellt worden sind.
- Ein Aktionär kann bei solchen Märkten nicht damit rechnen, dass er für seine Aktien einen Käufer überhaupt und/oder zu angemessenen Preisen findet.
- In solchen engen Märkten besteht eine sehr hohe Möglichkeit zur Manipulation der Kurse und der Preise in solchen Märkten kommt es oft auch zu erheblichen Preisschwankungen.
- Eine Investition in Wertpapiere mit geringer Liquidität, sowie niedriger Börsenkapitalisierung ist daher höchst spekulativ und stellt ein sehr hohes Risiko dar.
- Bei nicht börsennotierten Aktien und Papieren besteht kein geregelter Markt und ein Verkauf ist nicht oder nur auf individueller Basis möglich.

7. Wichtigste Informationsquellen Ein Teil der für diesen Recherchebericht erforderlichen Informationen wurde vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich dieser Bericht auf öffentlich zugängliche Quellen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und die einschlägige Tagespresse), die als zuverlässig erachtet werden. Die SRH AlsterResearch AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

8. Zuständige Aufsichtsbehörde Die SRH AlsterResearch AG steht unter Aufsicht der BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 - 28, 60439 Frankfurt a.M. Dieses Dokument wird im Vereinigten Königreich mit einem MiFID Zweigstellenpass für den EWR und in Übereinstimmung mit den geltenden Anforderungen der FCA verteilt.

9. Besondere Anmerkungen für Empfänger außerhalb Deutschlands Dieser Recherchebericht unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Die Verbreitung dieser Informationen in andere Staaten, insbesondere in die USA, Kanada, Australien und Japan, kann durch die in diesem Staat geltenden Gesetze eingeschränkt oder verboten sein.

10. Sonstiges Gemäß Artikel 4 Absatz 1 Nr. i der delegierten Verordnung 2016/958 zur Ergänzung der Verordnung 596/2014 des Europäischen Parlaments, weitere Informationen zu Anlageempfehlungen der letzten 12 Monate werden kostenfrei veröffentlicht unter: <https://www.alsterresearch.com>.

Kontakt

SRH AlsterResearch AG
Himmelstr. 9
22299 Hamburg

Tel: +49 40 309 293-52
Fax: +49 40 556 330-54
E-Mail: info@alsterresearch.com

mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG
Rottenbacher Straße 28
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0
Fax: +49 89 85852-505
E-Mail: info@mwbfairtrade.com

Unser Research wird veröffentlicht unter:

Research

OLIVER DREBING
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-57
E-Mail: o.drebing@alsterresearch.com

KARSTEN RAHLF, CFA
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-54
E-Mail: k.rahlf@alsterresearch.com

KATHARINA SCHLÖTER
Analyst
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: k.schloeter@alsterresearch.com

THOMAS WISSLER
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-58
E-Mail: t.wissler@alsterresearch.com

DR. OLIVER WOJAHN, CFA
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-58
E-Mail: o.wojahn@alsterresearch.com

ALEXANDER ZIENKOWICZ
Analyst
Tel: +49 40 309 293-56
E-Mail: a.zienkowicz@alsterresearch.com

Sales

MARKUS KÖNIG-WEISS
Head of Sales
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: mkw@alsterresearch.com

Equity Capital Markets / Trading

KAI JORDAN
Member of the Board
Tel: +49 40 36 0995-22
E-Mail: kjordan@mwbfairtrade.com

ALEXANDER DEUSS
Head of Institutional Sales
Tel: +49 40 36 0995-22
E-Mail: adeuss@mwbfairtrade.com

SASCHA GUENON
Head of Designated Sponsoring
Tel: +49 40 360 995 - 23
E-Mail: sguenon@mwbfairtrade.com

RESEARCH HUB	www.research-hub.de
BLOOMBERG	www.bloomberg.com
FACTSET	www.factset.com
THOMSON REUTERS / REFINITIV	www.refinitiv.com
CAPITALIQ	www.capitaliq.com