

# Erlebnis Akademie

Reuters: EADG.DE

Bloomberg: EAD GY

## Versöhnender Abschluss 2021e und positiver Ausblick

Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Erlebnis Akademie AG (eak). Für 2022e gehen wir davon aus, dass eak die Anlagen ohne Einschränkungen betreiben kann. Überdies plant das Unternehmen zwei, aus unserer Sicht überdurchschnittlich attraktive Standorte, im irischen Avondale und in Laurentides, einer auch für Wintersportler attraktiven Freizeitregion nahe Montreal im kanadischen Bundesstaat Québec, zu eröffnen. Damit gehen wir davon aus, dass eak in diesem Jahr neue Rekordwerte bei Umsatz und Ertrag erreichen wird.

Aus einem dreiphasigen DCF-Entity-Modell ermitteln wir ein unverändertes Kursziel von EUR 27,00 je Aktie (Base Case-Szenario). Bei der Berechnung des Kursziels haben wir lediglich die fest geplanten bzw. in baulicher Umsetzung befindlichen Baumwipfelpfade und Erweiterungsprojekte berücksichtigt. Aus einer Monte-Carlo-Simulation errechnen wir ebenfalls unveränderte Best- und Worst-Case-Werte des Eigenkapitals von EUR 19,90 (10%-Quantil) bzw. EUR 37,70 (90%-Quantil) je Aktie.

### 2021e deutlich über unseren Erwartungen

Nach vorläufigen Zahlen lagen die Konzernumsätze im Jahr 2021e bei EUR 14,6 Mio. (Vorjahr: EUR 14,9 Mio., -2,4% YoY), das EBITDA bei EUR 6,9 Mio. (Vj.: EUR 5,7 Mio., 20,6% YoY) und das EBIT (inklusive Beteiligungsergebnis) bei EUR 2,5 Mio. (Vj.: EUR 1,8 Mio., +45,1%). Obwohl die Corona-bedingten Standortschließungen allein in den ersten drei Quartalen mit 220 zusätzlichen Schließtagen über alle Anlagen nochmals gravierender ausgefallen waren als 2020, schloss Erlebnis Akademie das Jahr 2021e deutlich besser ab als das Jahr 2020 und auch besser als von uns erwartet. Dabei konnten die noch zum Neunmonats-Bericht 2021 bestehenden Rückstände gegenüber dem Vorjahr (-13,8% beim Umsatz, -17,6% beim EBIT) deutlich aufgeholt werden, was ertragsseitig vor allem auf Kosteneinsparungen und Entschädigungsregelungen aus der Überbrückungshilfe III zurückzuführen ist.

**TABELLE 1: ECKDATEN 2021 DEUTLICH ÜBER UNSEREN ERWARTUNGEN**

		2020		2021e	
		Ist	Ist	Est. (Sphene)	Δ
Umsatz	EUR Mio.	14,9	14,6	14,2	2,2%
YoY	%	-9,5%	-2,4%	-4,5%	2,1pp
EBITDA	EUR Mio.	5,6	6,9	4,8	42,2%
in % der Umsätze	%	37,6%	47,1%	33,9%	13,2pp
EBIT	EUR Mio.	1,6	2,5	1,1	123,2%
in % der Umsätze	%	11,0%	16,9%	7,7%	9,1pp

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

<b>Rating:</b> Buy	<b>Risiko:</b> Niedrig
<b>Kurs:</b> EUR 15,20	
<b>Kursziel:</b> EUR 27,00 (unverändert)	

WKN/ISIN: DE0001644565/164456

Indizes: -

Transparenzlevel: m:access (Freiverkehr Börse München)

Gewichtete Anzahl Aktien: 2,425 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 36,9 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~1.500 Stück

Geschäftsjahr 2021: 30. Juni 2022

GuV (EUR Mio.)	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	14,6	20,5	22,1	21,3
EBITDA	6,9	8,5	10,5	10,3
EBIT	1,9	3,6	6,0	5,9
EBT	1,8	3,5	6,1	5,9
EAT	1,3	2,7	4,7	4,6

% der Umsätze	2021e	2022e	2023e	2024e
EBITDA	47,1%	41,6%	47,4%	48,2%
EBIT	13,3%	17,5%	27,4%	27,5%
EBT	12,3%	17,1%	27,4%	27,8%
EAT	9,2%	13,4%	21,1%	21,4%

Je Aktie (EUR)	2021e	2022e	2023e	2024e
EPS	0,30	0,60	1,03	1,01
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	10,49	11,62	13,54	15,42
Cashflow	3,20	3,30	3,80	3,71

Bilanz (%)	2021e	2022e	2023e	2024e
EK-Quote	47%	53%	60%	66%
Gearing	35%	37%	11%	-7%

Multiples (x)	2021e	2022e	2023e	2024e
KGV	50,5	25,2	14,8	15,1
EV/Umsatz	3,1	2,3	1,8	1,6
EV/EBITDA	6,6	5,5	3,9	3,3
KBV	1,4	1,3	1,1	1,0

Guidance (EUR Mio.)	2022e	2023e	2024e
Umsatz	n/a	n/a	n/a
Jahresüberschuss	n/a	n/a	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

**Peter Thilo Hasler, CEFA**

+49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

**Unser primäres Bewertungsverfahren ist ein dreistufiges DCF-Entity-Modell**

Angesichts der von uns erwarteten dynamischen Ertragsentwicklung aus der Eröffnung neuer Baumwipfelpfade und Erweiterungen bestehender Baumwipfelpfade sehen wir in einem langfristig angelegten standardisierten dreiphasigen Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) das geeignetste Verfahren für die Ermittlung des Unternehmenswertes der Erlebnis Akademie AG.

Die externe Aufnahme von Eigenkapital ist in unserem Modell nicht vorgesehen.

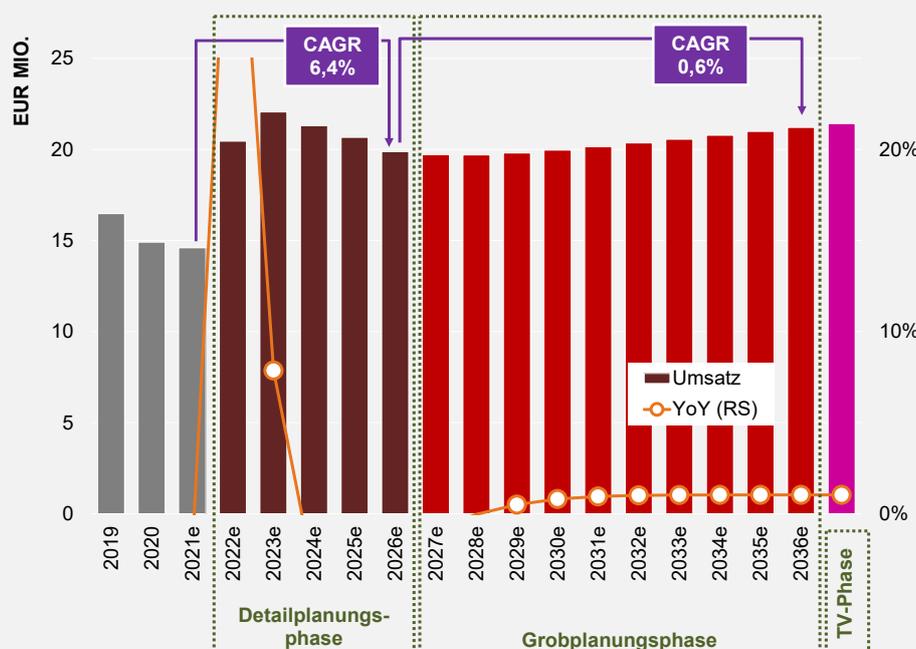
**Wachstumsannahmen des DCF-Modells**

Wir unterstellen für unser dreistufiges Discounted Cashflow-Modell folgende Wachstumsannahmen:

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:  
Annahmen für die Umsatzentwicklung

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (der sogenannten „**Detailplanungsphase**“) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2026e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten (CAGR) der Umsätze zwischen 2021 und 2026e in Höhe von 6,4%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige „**Grobplanungsphase**“), die 2036e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von 0,6% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen des Unternehmens einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des sog. „**Terminal Value**“, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Umsatzwachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 1,0% an.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2019-2035E



Bis 2026e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2036e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value, in dem sich eak gewissermaßen in einem eingeschwungenen Zustand befindet, in dem Überrenditen nicht mehr erzielt werden können.

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- bzw. Grobplanungsphase belaufen sich auf 6,4% bzw. 0,6%. Im Terminal Value, in dem sich modellimmanent riskante Investitionen nicht mehr „lohnen“, werden die betrieblichen Cashflows zu risikolosen Konditionen (aktuell 1,0%) angelegt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Weitere Annahmen während der Grobplanungsphase

Für unser dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir während der Detail- und Grobplanungsphase im Einzelnen,

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:  
Annahmen für die sonstigen Positionen  
des DCF-Modells

- ☉ dass sich die **EBIT-Margen** während der Grobplanungsphase gegenüber dem im Jahr 2026e erwarteten Wert von 27,5% (Basis: Umsatz ohne Berücksichtigung von Minderheitsanteilen) leicht rückläufig entwickeln; dabei haben wir keinen Eigenmittelzufluss von außen zugrunde gelegt, sondern ausschließlich Innenfinanzierung aus den erwirtschafteten Cashflows unterstellt;
- ☉ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 25,0% liegen;
- ☉ dass die **Minderheitsanteile** eine im Zeitablauf vergleichbare Entwicklung haben werden wie die voll-konsolidierten Geschäftsbereiche;
- ☉ eine im Zeitablauf mit den aktuell beobachtbaren Werten vergleichbare **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, wodurch eine konstante Kapitalintensität unterstellt wird;
- ☉ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 0,90, das wir aus folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten (dabei weichen wir bewusst von den beobachteten beta-Werten ab, die bei eak bemerkenswerterweise deutlich niedriger – laut Münchner Börse bei rund 0,3 – liegen);

TABELLE 2: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	-0,10
Risiken der Unternehmensprognose	-0,10
Markt-beta	1,00
<b>beta</b>	<b>0,90</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 3,6% pro Jahr, die wir für das Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 10,0% und angesichts eines von uns abgeleiteten synthetischen Ratings von BB+ (basierend auf einer EBIT-Interest Coverage Ratio 2021e (Ist-Werte von 3,0x) für realistisch ansehen;
- ☉ dass der **Grenzsteuersatz** des Unternehmens während der Grobplanungsphase bei 25,4% liegen wird, ein realistischer Durchschnittswert für das zunehmend global tätige Unternehmen;
- ☉ dass negative Freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden; diese auf dem **Axiom der Risikoaversion der Anleger** basierende Überlegung kommt bei dem nach unseren Schätzungen im Beobachtungszeitraum durchweg profitablen Unternehmen nicht zur Anwendung;

Annahmen für die sonstigen Positionen  
des DCF-Modells (Fortsetzung)

- ☞ dass die von eak im Zeitraum 2022e-2026e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 5,3% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 0,90 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 1,0%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (10-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 7,1% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 3,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%), einer Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) und einer Transparenzprämie der im Freiverkehr notierten Aktie (1,0%) ergibt. Trotz eines von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Ratings von BB+ haben wir bei der Ermittlung der Risikoprämie für das Fremdkapital einen bewusst konservativen Wert von 300 Basispunkten angenommen. Schließlich gehen wir davon aus, dass eak eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals von 30%/70% anstrebt;

TABELLE 3: WACC, 2021E-2025E

TABELLE 3: WACC, 2021E-2025E			
<b>Kosten des Eigenkapitals</b>	%	<b>7,4%</b>	<b>Berechnung nach Capital Asset Pricing Model (CAPM)</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	1,0%	Bundesanleihe mit 10-jähriger Restlaufzeit
Beta		0,90	Fundamentalanalytisch ermitteltes beta
Implizite Risikoprämie	%	7,1%	Aus Dividend-Discount-Modell unter Verwendung von Consensus-Schätzungen zu DAX-Gewinnen und DAX-Dividenden
<b>Small Cap-Prämie</b>	%	<b>3,0%</b>	
Managementprämie	%	1,0%	Key-Man-Risk
Liquiditätsprämie	%	1,0%	Zuschlag aufgrund eines Handelsvolumens von 1.500 Stück pro Tag
Transparenzprämie	%	1,0%	Zuschlag bei Freiverkehrswerten
Private Company-Prämie	%	0,0%	
Early-Stage-Prämie	%	0,0%	
Pandemie-Prämie	%	0,0%	
Zielkapitalstruktur des Eigenkapitals	%	30,0%	
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	%	<b>3,1%</b>	
<b>Kosten der Verschuldung nach Steuern</b>		<b>3,1%</b>	
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	1,0%	Bundesanleihe mit 10-jähriger Restlaufzeit
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	3,0%	Entsprechend dem CDS von BB+ gerateten Small Caps-Unternehmen
Default-Spread des Heimatmarktes	%	0,0%	In Deutschland vernachlässigbar
Kosten des Fremdkapitals vor Steuern	%	4,0%	
Steuerquote	%	23,0%	Einbeziehung des FK-verursachten Tax-Shields
Zielkapitalstruktur des Fremdkapitals	%	70,0%	
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	%	<b>2,2%</b>	
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	%	<b>5,3%</b>	<b>Für die Detailplanungsphase 2022e-2026e</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ☞ dass eak in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Anstieg des beta-Faktors auf das Niveau des Marktportefeuilles (also

Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells (Fortsetzung)

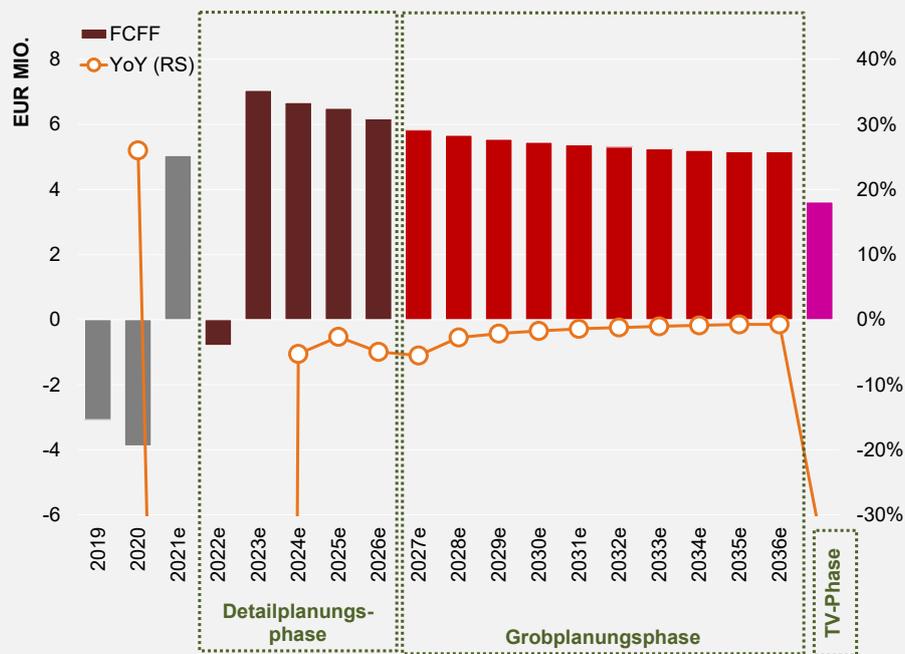
1,0) und damit der WACC von 5,3% (2022e-2026e) auf dann 6,0% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

**Deutlich positive Entwicklung der Freien Cashflows**

Aus unserem Bewertungsmodell ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Prognose der Freien Cashflows to the Firm (FCFF) für die Jahre 2022e bis 2036e. Erkennbar ist, wie unsere aus unserer Sicht zurückhaltenden Prognosen hinsichtlich der Entwicklung der Besucherzahlen zu einem Rückgang der Freien Cashflows im Zeitablauf führen. Dabei haben wir während der Grobplanungsphase nur noch Erhaltungs- und geringe Erweiterungsinvestitionen angenommen. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann modellimmanent unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen Rückgang der Freien Cashflows to the Firm an, die dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes darstellen.

Typische Lebenszykluskurve eines Unternehmens in der Wachstumsphase

ABBILDUNG 2: FCFF UND FCFF-MARGE, 2019-2036E



Wir rechnen in der Übergangsphase mit rückläufigen Freien Cashflows. Bis zum Jahr 2036e rechnen wir mit einer FCFF-Marge auf einem Niveau von 24,2% der Bruttoerlöse.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Bestätigung unseres Base Case-Kursziels von EUR 27,00 je Aktie**

Der Enterprise Value von Erlebnis Akademie liegt in unserem Modell bei EUR 74,4 Mio. Aus diesem werden 25,4% über den Terminal Value abgeleitet, 30,2% bzw. 44,4% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Der vergleichsweise niedrige Wert während des Terminal Values, der in den meisten Bewertungsmodellen den größten Anteil der drei Phasen einnimmt, ergibt sich aus der modellbedingt angenommenen, abnehmenden Attraktivität des Portefeuilles an Baumwipfelpfaden (ohne Run-Rate) sowie den in dieser Phase erforderlichen Nettoinvestitionen.

Wert des Eigenkapitals von EUR 65,5 Mio. bzw. EUR 27,00 je Aktie.

Abzüglich der Nettoverschuldung (per Ende des Geschäftsjahres 2021e) von EUR 9,0 Mio. (bezogen auf das Excess Cash) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR

65,5 Mio. Bezogen auf 2,425 Mio. Stück ausstehende Aktien entspricht dies einem Wert von rund EUR 27,00 je Aktie.

**TABELLE 4: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

				Kommentar	Δ
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	3,6%	Synthetisches BB+ Rating mit 10% RR und Default Spread 250 bps		⇔
Terminal Cost of Capital	%	6,0%	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe		⇔
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	18,9	Nach dem Jahr 2036e		⇔
in % des Enterprise Value	%	25,4%			⇔
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	22,5	Für die Jahre 2022e-26e mit Umsatz-CAGR 6,4%		⇔
in % des Enterprise Value	%	30,2%			⇔
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	33,0	Für die Jahre 2026e-36e mit Umsatz-CAGR 0,6%		⇔
in % des Enterprise Value	%	44,4%			⇔
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>74,4</b>			⇔
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-25,4	Zum 31.12.2021e		⇔
Liquidität	EUR Mio.	16,4	Zum 31.12.2021e		⇔
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>65,5</b>			⇔
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	2,4	Anzahl ausstehender Stammaktien		⇔
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>27,00</b>	<b>Kursziel auf Sicht von 24 Monaten</b>		⇔
Aktueller Kurs	EUR	15,20	Xetra-Schlusskurs vom 09.05.2022		
<b>Erwartetes Kurspotenzial</b>	<b>EUR</b>	<b>77,6%</b>	<b>Unverändertes Kursziel auf Sicht von 24 Monaten</b>		

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Anschließend haben wir eine Monte-Carlo-Simulation durchgeführt, um die Sensitivitäten des Unternehmenswertes bezüglich der unabhängigen Input-Variablen abzufragen. Wir haben eine multivariate Analyse durchgeführt und die Ergebnisse des DCF-Modells anhand der nachstehenden sieben Kriterien und spezifischen Standardabweichungen ( $\sigma$ ) getestet.

**TABELLE 5: SENSITIVITÄTSPARAMETER DER MONTE-CARLO-SIMULATION**

		Ist	$\sigma$
Umsatzwachstumsrate in der Grobplanungsphase	%	6,0%	6,0%
Umsatzwachstumsrate im Terminal Value	%	0,1%	2,0%
EBIT-Marge Grobplanungsphase	%	28,3%	8,0%
EBIT-Marge im Terminal Value	%	25,0%	8,0%
Steuerquote Grobplanungsphase/Terminal Value	%	24,1%	3,0%
Normalisierte Sales to Capital Ratio	%	-1,00	10,0%
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	3,1%	0,7%

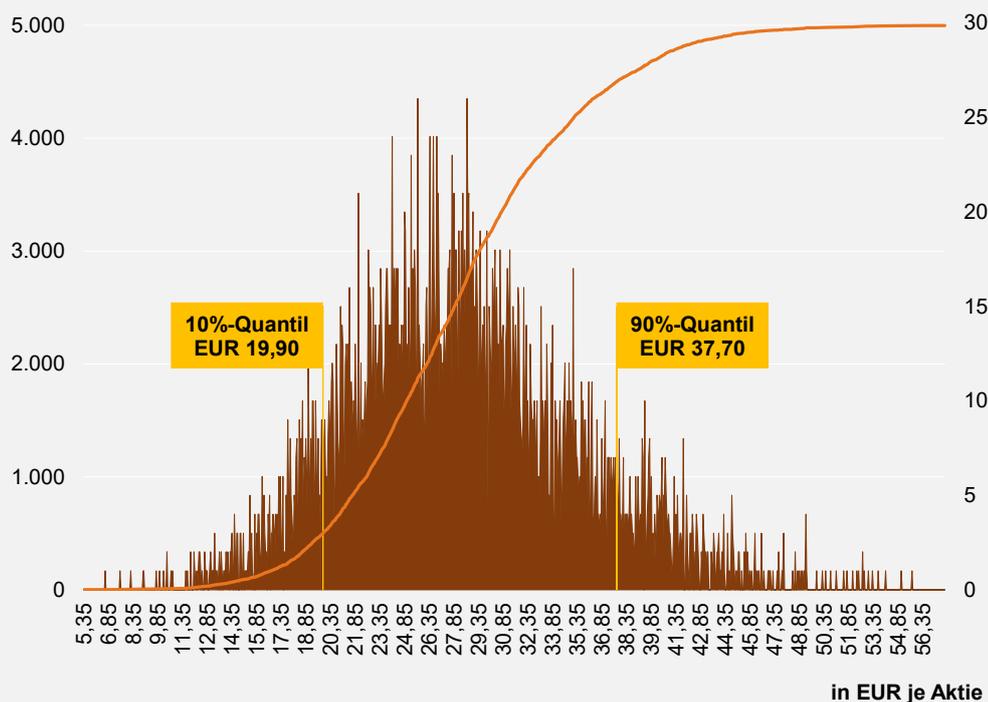
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Ableitung der Simulationsergebnisse

Wir haben insgesamt 5.000 Kombinationen dieser sieben Parameter getestet und ausgewertet. Wie nachfolgende Abbildung zeigt, liegen die 10%- bzw. 90%-Quantil-Werte des Eigenkapitals bei EUR 19,90 je Aktie bzw. EUR 37,70 je Aktie.

Monte-Carlo-Simulation mit 10%- bzw. 90%-Quantil-Kurszielen von EUR 19,90 bzw. EUR 37,70 je Aktie.

ABBILDUNG 3: MONTE-CARLO-SIMULATION



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 27,00 je Aktie wären die Aktien der Erlebnis Akademie AG mit folgenden Multiples bewertet.

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ERLEBNIS AKADEMIE-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
KGV	x	25,2x	14,8x	15,1x	44,7x	26,3x	26,8x
KCFV	x	4,6x	4,0x	4,1x	8,2x	7,1x	7,3x
EV/Umsatz	x	2,3x	1,8x	1,6x	3,7x	3,1x	2,9x
EV/EBITDA	x	5,5x	3,9x	3,3x	8,9x	6,6x	6,1x
KBV	x	1,3x	1,1x	1,0x	2,3x	2,0x	1,8x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Warum das KGV für eak keine sinnvolle Bewertungskennzahl ist

Bei dieser Auswertung ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Kennzahl KGV aufgrund der hohen Innenfinanzierungskraft des Unternehmens (Baumwipfelpfade werden schneller abgeschrieben als dies ihre ökonomische Lebensdauer zulassen würde) aus unserer Sicht nicht zu sinnvollen Ergebnissen führt. Stattdessen ist das Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCFV) für eine Überprüfung der Ergebnisse der fundamentalanalytischen Bewertung wesentlich geeigneter.

### Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Risiken:

Risiken für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

- Ⓢ Hohe **Bedeutung der Standortauswahl** mit erheblichen Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage;
- Ⓢ **ausgeprägte Saisonalitäten** bei hoher Abhängigkeit von den Wetterbedingungen insbesondere in den saisonal wichtigen Sommer- und Herbstmonaten;
- Ⓢ **geringe Skalierbarkeit** des Geschäftsmodells aufgrund hoher Capex-Erfordernisse, die regelmäßige Kapitalerhöhungen oder die Einwerbung von Fremdkapital erforderlich macht;
- Ⓢ **Verzögerungen der Genehmigungen** seitens der lokalen Behörden; bei gleichzeitigen **Kannibalisierungsrisiken** durch öffentlich-rechtliche Wettbewerber, etwa auf Gemeindeebene;
- Ⓢ abgesehen von hohen Capex grundsätzlich **niedrige Markteintrittsbarrieren** in einem limitierten Markt;
- Ⓢ Zukünftige **Pandemie-induzierte Einschränkungen** für die Baumwipfelpfade, auch durch Reisebeschränkungen;
- Ⓢ **Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen** (Key-Man-Risk) – auch wenn das Umsetzungs-Know-how in der Regel vom jeweiligen Marketingleiter und Projektmanager mitgetragen wird.

### Katalysatoren für das Erreichen unseres Kurszieles

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses der Erlebnis Akademie in den kommenden Monaten sehen wir:

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

- Ⓢ Meldungen über die nachhaltige Aufhebung **behördlich verfügbarer Bewegungsbeschränkungen**;
- Ⓢ die **Eröffnung neuer Standorte**, auch durch das Eingehen von Joint Ventures oder als Lizenzmodell im Ausland;
- Ⓢ nach unserer Einschätzung ist eak nicht nur angesichts des hohen Free Floats der Aktie ein **Übernahmeziel für strategische Tourismus-Unternehmen**, insbesondere aus den USA;

- ⑤ Aussagen über die **Rückkehr zum langfristigen Ergebnistrend**.

### Uneingeschränkter europäischer Marktführer bei Baumwipfelpfaden

Die 2001 gegründete Erlebnis Akademie konzipiert, errichtet und betreibt an hochfrequentierten Ausflugszielen Naturerlebniseinrichtungen, vor allem Baumwipfelpfade, und ist mit einem Besucheraufkommen von 1,8 Mio. Personen (2020) der klar führende Anbieter von Baumwipfelpfaden in Europa. Allein in Deutschland betreibt eak derzeit fünf Baumwipfelpfade in Baden-Württemberg, Bayern, Mecklenburg-Vorpommern und dem Saarland. Im Gegensatz zu den Pfaden der Mitbewerber, die mehrheitlich aus Metallkonstruktionen bestehen, sind die Baumwipfelpfade von eak in Holzbauweise errichtet, sämtliche Baumwipfelpfade von eak enden in einem hölzernen Aussichtsturm.

**Geschäftsmodell:** Konzeption, Errichtung und Betrieb von Baumwipfelpfaden an hochfrequentierten Ausflugszielen

### Elf Standorte verteilt über Europa

Bislang hat Erlebnis Akademie Baumwipfelpfade an elf Standorten innerhalb Europas errichtet. Fünf Baumwipfelpfade betreibt eak aktuell in Deutschland:

Durch die Einbettung in die Landschaft sind – mit Ausnahmen von Gmunden – alle Baumwipfelpfade von eak ganzjährig geöffnet – auch bei Regen und leichtem Schneefall. Nur bei Gewittern, Hagel oder schwerem Schneefall werden die Pfade geschlossen. An bestimmten Tagen können die Besucher einen Baumwipfelpfad auch nachts begehen.

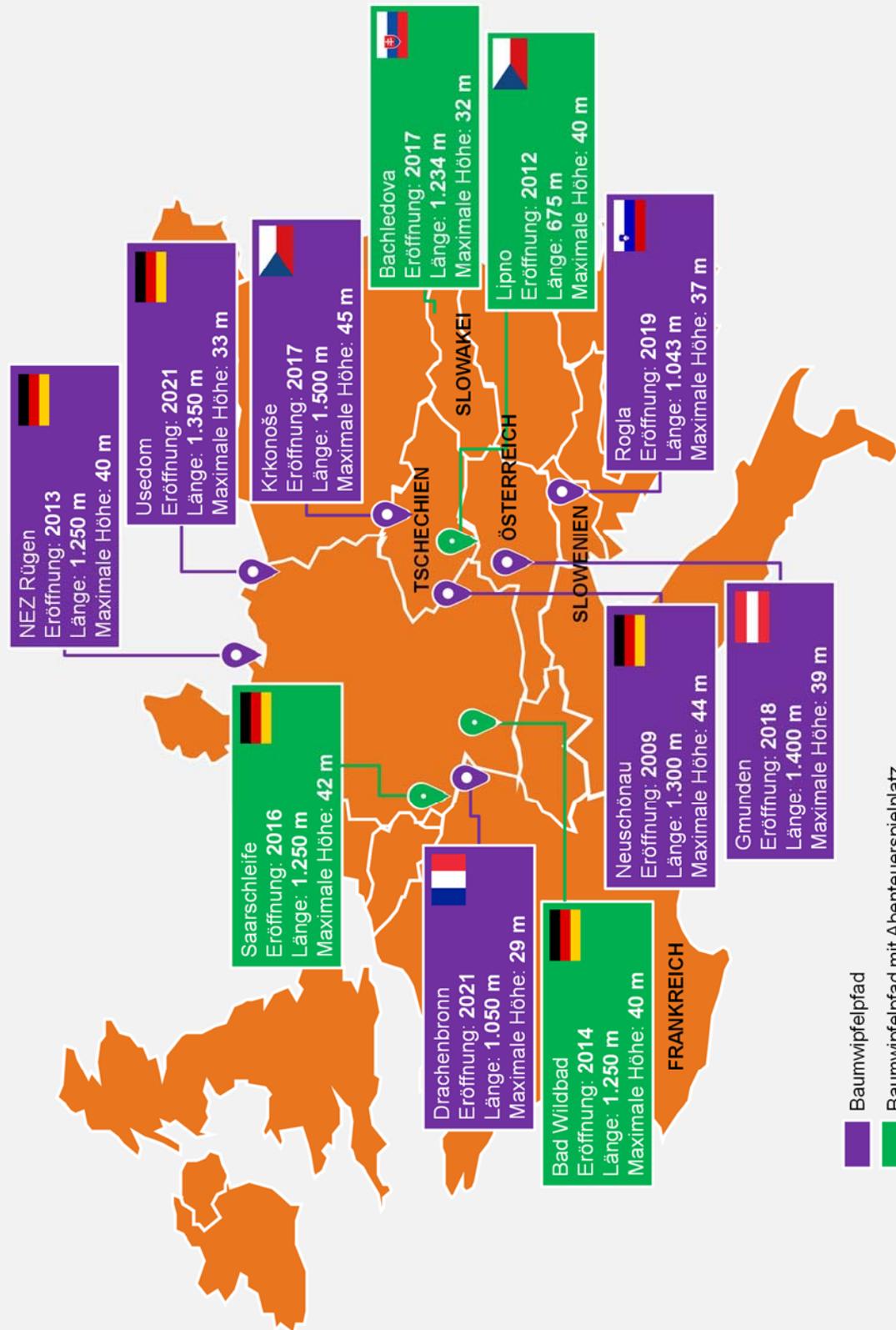
- ☉ **Baumwipfelpfad Bayerischer Wald (Neuschönau):** Eröffnet am 9. September 2009 im Nationalpark Bayerischer Wald, war der Baumwipfelpfad der erste der Erlebnis Akademie. Der für Baumwipfelpfade von eak charakteristische Aussichtsturm, hier in Ei-Form, hat eine Höhe von 44 Metern und einen Durchmesser von bis zu 30 Metern. Die Capex inklusive der zwischenzeitlichen Erweiterungen beliefen sich auf EUR 3,5 Mio.
- ☉ **Naturerbe Zentrum Rügen:** Mit EUR 12,9 Mio. floss das bis dato höchste Investitionsvolumen in den Baumwipfelpfad Rügen auf der gleichnamigen Ostsee-Insel, in dem drei Ökosysteme Wald, Offenland und Feuchtgebiete miteinander verbunden sind. In dieser Summe sind nicht nur die Kosten für den Baumwipfelpfad (EUR 5,1 Mio.) enthalten, sondern auch die Kosten für das Informationszentrum (EUR 5,6 Mio.) und die umfangreiche Außenanlage (EUR 2,2 Mio.), die zusammen mit einem Partner, der Deutschen Bundesstiftung Umwelt, erstellt wurden. Eröffnung war am 1. Dezember 2013. Das Highlight des 1.250 Meter langen Baumwipfelpfades ist der 40 Meter hohe Aussichtsturm, der einem Adlerhorst nachempfunden ist.
- ☉ Der Baumwipfelpfad **Schwarzwald** wurde am 26. September 2014 auf dem in der Stadt Bad Wildbad gelegenen Sommerberg eröffnet. Der Pfad hat eine Länge von 1.250 Metern, seine maximale Höhe beträgt 20 Meter. Den Abstieg vom 40 Meter hohen Aussichtsturm können sich die Besucher durch die Benutzung einer 55 Meter langen spiralförmigen Tunnelrutsche „verkürzen“. Die Capex beliefen sich auf EUR 4,7 Mio.
- ☉ Am 23. Juli 2016 wurde der Baumwipfelpfad an der **Saarschleife** eröffnet. Der Baumwipfelpfad hat eine Länge von 1.250 Metern und eine maximale Höhe von 23 Metern, die Turmhöhe beträgt 42 Meter. Die Investitionen beliefen sich auf EUR 4,7 Mio.
- ☉ Am 1. Juni 2021 wurde der fünfte deutsche Baumwipfelpfad in **Usedom** eröffnet. Die Länge des Baumwipfelpfades beläuft sich auf 1.350 Meter, die maximale Höhe des Turmes beträgt 33 Meter. Die gesamten Investitionen für die Errichtung des Baumwipfelpfades beliefen sich auf ca. EUR 8,8 Mio. mit einer Förderkulisse von EUR 1,8 Mio.

Sechs Naturerlebniseinrichtungen befinden sich im europäischen Ausland:

- ⑤ Der am 2. Juli 2017 eröffnete Baumwipfelpfad im Riesengebirge (tschechisch **Krkonoše**) ist mit einer Länge von 1.500 Metern der längste Baumwipfelpfad der Welt. Er endet auf der Plattform eines Aussichtsturms in einer Höhe von 45 Metern, von dem aus eine 80 Meter lange Tunnelrutsche nach unten führt. Unter der Erde wurde erstmals eine künstliche Höhle angelegt. Die Investitionen beliefen sich auf CZK 170 Mio. (ca. EUR 6,5 Mio.).
- ⑤ Im slowakischen Teil der **Hohen Tatra**, nahe des Ortes **Bachledova Dolina**, wurde am 29. September 2017 der erste Baumwipfelpfad in der Slowakei eröffnet. Vom 32 Meter hohen Aussichtsturm ist erstmals der komplette Verlauf des Pfades sichtbar, da sich dieser durchgehend auf Höhe der Baumwipfel durch den Wald zieht. Ebenfalls neu auf diesem Pfad ist das 75m<sup>2</sup> große begehbare Netz auf der Turmspitze. Der Pfad hat eine Gesamtlänge von 1.234 Metern. Vom Turm aus führt eine 67 Meter lange Tunnelrutsche nach unten. Die Capex beliefen sich auf EUR 4,7 Mio.
- ⑤ Der Baumwipfelpfad **Lipno** (Böhmerwald) befindet sich auf dem Gipfel des Berges Kramolin im Länderdreieck Deutschland, Österreich und Tschechien. Eröffnet am 20. Juli 2012 reicht der mit 675 Meter kürzeste der von eak erbauten Holzstege bis auf eine Höhe von 24 Metern, ehe er in einem 40 Meter hohen Aussichtsturm mit Rutsche mündet. An diesem Baumwipfelpfad hält eak nur eine Beteiligung von 20,0%. Die Capex beliefen sich auf CZK 66 Mio. (ca. EUR 2,5 Mio.).
- ⑤ Auf dem Grünberg in **Gmunden** im oberösterreichischen Salzkammergut wurde Ende Juli 2018 ein Baumwipfelpfad mit Aussichtsturm errichtet. Der Pfad hat eine Länge von 1.400 Metern, der Turm eine Höhe von 39 Metern und bietet eine freie Sicht auf den Traunsee. Die Capex beliefen sich auf EUR 5,5 Mio.
- ⑤ Der Baumwipfelpfad **Pohorje**, nahe dem slowenischen Skiort Maribor, wurde im September 2019 eröffnet. Der Pfad hat eine Länge von 1.043 Metern, an dessen Ende sich ein 37 Meter hoher Turm mit neuneckigem Grundriss anschließt. Die Investitionen für diesen Baumwipfelpfad beliefen sich auf EUR 4,3 Mio.
- ⑤ Der Baumwipfelpfad **Drachenbronn im Elsass** wurde im Mai 2021 eröffnet. Der Pfad hat eine Länge von 1.050 Metern. Der Turm erreicht eine maximale Höhe von 29 Metern. Die Investitionen für diesen Baumwipfelpfad beliefen sich Angabe gemäß auf EUR 6,0 Mio. Hierin enthalten sind Kosten für den Kauf des Grundstücks, auf dem der Baumwipfelpfad errichtet wurde.

Von Anfang an war das Geschäftsmodell nicht auf Deutschland beschränkt. Bereits 2012 wurde in Lipno der erste Baumwipfelpfad Tschechiens eröffnet. Inzwischen ist Erlebnis Akademie auch in Österreich, Slowenien, der Slowakei und Frankreich mit Baumwipfelpfaden präsent – in der Regel als einziger Anbieter im jeweiligen Land.

ABBILDUNG 4: BESTEHENDE STANDORTE DER ERLEBNIS AKADEMIE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Erweiterung der Baumwipfelpfade durch Rutschen und Abenteuerspielplätze

Strategie des Unternehmens ist es, die Attraktivität der bestehenden Baumwipfelpfade durch Erweiterungen zu steigern, da dadurch nach den bisherigen Erfahrungen die Besucherzahlen hoch gehalten bzw. erhöht werden können. Umgesetzt wurde diese Strategie in einem ersten Schritt durch kostenpflichtige Röhrenrutschbahnen von bis zu 80 Metern Länge, die den Besuchern als Abstiegsalternative vom Turm angeboten werden. Rutschbahnen sollen jedoch nach Unternehmensaussage die einzigen Ausnahmen bleiben, die nicht das Naturerlebnis in den Vordergrund des Baumwipfelpfades stellen. Bis auf die Baumwipfelpfade in Neuschönau, der Saarschleife und Usedom wurde der Einbau von Tunnelrutschen bereits an allen Standorten umgesetzt.

In einem zweiten Schritt wurden Erweiterungseinrichtungen an drei Standorten in Form von großen, kostenpflichtigen Waldspielplätzen, von eak Abenteuerwälder genannt, umgesetzt. Diese Waldspielplätze in unmittelbarer Nähe zu den Baumwipfelpfaden sind in den Wald eingebettet und beherbergen naturnahe Spiel- und Lernstationen wie zum Beispiel Seilbahnen, Lufttrampoline oder sonstige Klettergeräte.

Derzeit sind drei kostenpflichtige Abenteuerspielplätze in Betrieb:

- 📍 Am Baumwipfelpfad im **Schwarzwald**, eröffnet 2019,
- 📍 am Baumwipfelpfad an der **Saarschleife**, eröffnet 2020,
- 📍 am nicht vollkonsolidierten Baumwipfelpfad **Lipno**, eröffnet 2017.

ABBILDUNG 5: ABENTEUERSPIELPLÄTZE DER ERLEBNIS AKADEMIE: SCHWARZWALD (LS) UND LIPNO (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### **Aktuelle Pipeline von Neubauten**

Im laufenden Jahr 2022e ist nach Unternehmensangaben die Eröffnung von zwei weiteren Baumwipfelpfaden geplant:

- ⑤ Mit dem Bau des ersten außereuropäischen Standortes in **Laurentides**, einer auch für Wintersportler attraktiven Freizeitregion nahe Montreal im kanadischen Bundesstaat Québec, wurde im April 2021 begonnen.
- ⑤ Ein erster Baumwipfelpfad in Großbritannien wird im irischen **Avondale Forst** umgesetzt.

Darüber hinaus sind Erweiterungen an bestehenden Baumwipfelpfadstandorten geplant.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,8</b>	<b>15,3</b>
YoY	%	n/a	n/a	33,8%	20,6%	14,6%	10,7%	73,5%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	n/a	n/a	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	2,2%	1,0%	1,0%	1,0%	0,4%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>6,0</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>	<b>15,6</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,8	-0,9	-0,7	-0,7	-1,4
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	-13,5%	-12,4%	-9,1%	-7,5%	-9,0%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4</b>	<b>8,3</b>	<b>14,2</b>
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	91,0%	89,7%	92,8%	93,6%	92,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	n/a	n/a	-2,2	-2,6	-2,9	-3,3	-4,5
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	-37,9%	-37,5%	-36,5%	-37,3%	-29,6%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	-2,2	-2,4	0,0	-3,7
Sozialabgaben	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	-0,4	-0,5	0,0	-0,8
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	n/a	n/a	-1,7	-2,0	-2,1	-2,3	-4,4
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	-29,5%	-28,1%	-26,9%	-25,9%	-28,5%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>5,3</b>
YoY	%	n/a	n/a	57,4%	22,4%	39,8%	14,7%	96,2%
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	23,7%	24,1%	29,4%	30,4%	34,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	n/a	-1,0	-1,2	-1,4	-1,7	-3,1
<b>EBIT ohne Beteiligungsergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>
YoY	%	n/a	n/a	27,2%	18,0%	91,0%	4,8%	121,3%
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	7,2%	7,0%	11,7%	11,1%	14,1%
Erträge aus Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1
Zinserträge	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	5,2%	6,2%	11,4%	11,8%	11,9%
YoY	%	n/a	n/a	50,4%	43,0%	111,8%	13,7%	76,1%
EE-Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5
EE-Steuerquote	%	n/a	n/a	-31,1%	-25,0%	-26,2%	-24,5%	-24,9%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	n/a	n/a	1,375	1,568	1,568	1,725	1,781
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,15</b>	<b>0,20</b>	<b>0,43</b>	<b>0,45</b>	<b>0,47</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

\* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>16,5</b>	<b>14,9</b>	<b>14,6</b>	<b>20,5</b>	<b>22,1</b>	<b>21,3</b>	<b>20,7</b>
YoY	%	7,5%	-9,5%	-2,4%	40,6%	7,9%	-3,4%	-3,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	0,4	1,1	3,5	0,4	0,4	0,4	0,5
in % der Umsatzerlöse	%	2,6%	7,2%	24,0%	2,0%	1,9%	2,1%	2,2%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>17,3</b>	<b>16,3</b>	<b>18,4</b>	<b>21,3</b>	<b>23,0</b>	<b>22,3</b>	<b>21,6</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5
in % der Umsatzerlöse	%	-5,9%	-7,6%	-8,7%	-7,1%	-7,0%	-7,1%	-7,1%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>16,3</b>	<b>15,1</b>	<b>17,1</b>	<b>19,9</b>	<b>21,4</b>	<b>20,8</b>	<b>20,2</b>
in % der Umsatzerlöse	%	99,0%	101,6%	117,5%	97,1%	97,2%	97,4%	97,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-5,3	-5,3	-6,0	-6,8	-6,8	-6,8	-6,8
in % der Umsatzerlöse	%	-32,0%	-35,4%	-41,5%	-33,2%	-31,0%	-31,9%	-32,7%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-4,3	-4,3	-5,1	-5,8	-5,9	-5,8	-5,8
Sozialabgaben	EUR Mio.	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-4,7	-4,3	-4,2	-4,6	-4,1	-3,7	-3,3
in % der Umsatzerlöse	%	-28,8%	-28,7%	-28,8%	-22,4%	-18,7%	-17,3%	-15,8%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	<b>8,5</b>	<b>10,5</b>	<b>10,3</b>	<b>10,2</b>
YoY	%	19,3%	-11,1%	22,4%	24,0%	23,1%	-1,9%	-1,0%
in % der Umsatzerlöse	%	38,2%	37,6%	47,1%	41,6%	47,4%	48,2%	49,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,5	-4,0	-4,9	-4,9	-4,4	-4,4	-4,4
<b>EBIT ohne Beteiligungsergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>3,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>
YoY	%	27,9%	-40,4%	17,2%	85,6%	68,8%	-3,2%	-1,7%
in % der Umsatzerlöse	%	16,8%	11,0%	13,3%	17,5%	27,4%	27,5%	27,8%
Erträge aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>3,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>
in % der Umsatzerlöse	%	14,5%	7,9%	12,3%	17,1%	27,4%	27,8%	28,5%
YoY	%	30,4%	-50,6%	51,2%	96,0%	73,2%	-2,0%	-0,6%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,5	-0,4	-0,4	-0,8	-1,4	-1,4	-1,4
EE-Steuerquote	%	-20,6%	-33,4%	-24,4%	-21,6%	-23,0%	-23,0%	-23,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	2,021	2,021	2,425	2,425	2,425	2,425	2,425
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,57</b>	<b>0,20</b>	<b>0,30</b>	<b>0,60</b>	<b>1,03</b>	<b>1,01</b>	<b>1,00</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Besucherzahlen, 2012-18

HGB (31.12.)	2012	2013	2014	2015*	2016*	2017*	2018
<b>Besucherzahlen</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>957,4</b>	<b>1.136,0</b>	<b>1.228,6</b>	<b>1.670,5</b>	<b>2.265,3</b>
Vollkonsolidierte Beteiligungen	n/a	n/a	626,8	788,7	916,5	1.340,4	1.923,1
davon Deutschland	n/a	n/a	626,8	788,7	916,5	1.002,9	1.064,0
davon außerhalb Deutschlands	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	337,4	859,2
Minderheitsbeteiligungen	n/a	n/a	330,5	347,3	312,1	330,1	342,2
<b>YoY</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>17,6%</b>	<b>18,7%</b>	<b>8,1%</b>	<b>36,0%</b>	<b>35,6%</b>
davon Deutschland	n/a	n/a	38,1%	25,8%	16,2%	9,4%	6,1%
davon außerhalb Deutschlands	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	154,6%
Minderheitsbeteiligungen	n/a	n/a	-8,3%	5,1%	-10,2%	5,8%	3,7%
<b>Anteile</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Vollkonsolidierte Beteiligungen	n/a	n/a	65,5%	69,4%	74,6%	80,2%	84,9%
davon Deutschland	n/a	n/a	65,5%	69,4%	74,6%	60,0%	47,0%
davon außerhalb Deutschlands	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	20,2%	37,9%
Minderheitsbeteiligungen	n/a	n/a	34,5%	30,6%	25,4%	19,8%	15,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Besucherzahlen, 2019-25e

HGB (31.12.)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Besucherzahlen</b>	<b>2.204,9</b>	<b>1.831,6</b>	<b>2.063,8</b>	<b>2.718,9</b>	<b>2.713,8</b>	<b>2.665,7</b>	<b>2.605,6</b>
Vollkonsolidierte Beteiligungen	1.892,9	1.593,2	1.667,8	2.170,3	2.179,0	2.144,2	2.097,1
davon Deutschland	951,8	893,1	1.015,3	1.300,9	1.313,9	1.300,8	1.274,8
davon außerhalb Deutschlands	941,0	700,1	652,5	869,4	865,1	843,4	822,3
Minderheitsbeteiligungen	312,0	238,4	396,0	548,6	534,8	521,5	508,4
<b>YoY</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-16,9%</b>	<b>12,7%</b>	<b>31,7%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-2,3%</b>
davon Deutschland	-10,5%	-6,2%	13,7%	28,1%	1,0%	-1,0%	-2,0%
davon außerhalb Deutschlands	9,5%	-25,6%	-6,8%	33,2%	-0,5%	-2,5%	-2,5%
Minderheitsbeteiligungen	-8,8%	-23,6%	66,1%	38,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
<b>Anteile</b>	<b>100,0%</b>						
Vollkonsolidierte Beteiligungen	85,8%	87,0%	80,8%	79,8%	80,3%	80,4%	80,5%
davon Deutschland	43,2%	48,8%	49,2%	47,8%	48,4%	48,8%	48,9%
davon außerhalb Deutschlands	42,7%	38,2%	31,6%	32,0%	31,9%	31,6%	31,6%
Minderheitsbeteiligungen	14,2%	13,0%	19,2%	20,2%	19,7%	19,6%	19,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Aktiva), 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>	<b>14,1</b>	<b>13,3</b>	<b>26,5</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
<b>Sachanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>12,8</b>	<b>11,4</b>	<b>25,9</b>
Grundstücke	EUR Mio.	n/a	n/a	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Technische Anlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	8,3	7,9	10,9	9,6	23,0
Andere Anlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,7	0,7	0,7	0,6	0,8
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,1	0,0	0,1	1,1
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>0,5</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,6	1,1	0,1
Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0
Wertpapiere des Anlagevermögens	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,6</b>	<b>7,4</b>
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	n/a	n/a	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
DIO	d	n/a	n/a	49	36	41	72	119
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DSO	d	n/a	n/a	3	3	5	4	2
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,1	0,2	0,5	0,6
Kasse	EUR Mio.	n/a	n/a	1,0	2,3	2,3	3,8	6,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>12,3</b>	<b>13,1</b>	<b>17,0</b>	<b>18,1</b>	<b>34,5</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Bilanz (Aktiva), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>31,6</b>	<b>36,7</b>	<b>34,8</b>	<b>39,3</b>	<b>37,4</b>	<b>35,7</b>	<b>34,1</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Sachanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>30,9</b>	<b>35,8</b>	<b>34,1</b>	<b>38,6</b>	<b>36,8</b>	<b>35,0</b>	<b>33,4</b>
Grundstücke	EUR Mio.	1,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Technische Anlagen	EUR Mio.	25,2	22,7	21,6	26,5	25,2	23,9	22,7
Andere Anlagen	EUR Mio.	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	3,1	9,2	8,7	8,3	7,9	7,5	7,1
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Beteiligungen	EUR Mio.	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertpapiere des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,4</b>	<b>11,5</b>	<b>18,2</b>	<b>13,3</b>	<b>16,6</b>	<b>20,1</b>	<b>23,9</b>
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	EUR Mio.	0,2	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO	d	269	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8
DSO	d	9	13	13	13	13	13	13
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1
Kasse	EUR Mio.	7,6	8,5	16,4	11,3	14,6	18,2	22,1
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>42,7</b>	<b>49,0</b>	<b>53,6</b>	<b>53,1</b>	<b>54,6</b>	<b>56,4</b>	<b>58,6</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>	<b>13,3</b>
Eigenkapitalquote	%	n/a	n/a	40,7%	51,6%	43,7%	53,0%	38,5%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	n/a	n/a	1,4	1,6	1,6	1,7	1,8
Kapitalrücklage	EUR Mio.	n/a	n/a	2,6	3,9	3,9	5,2	6,1
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	n/a	n/a	0,7	0,9	1,3	1,9	3,7
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,3	0,7	0,8	0,8
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,1	0,2	0,3	0,3	0,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>7,1</b>	<b>6,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,2</b>	<b>20,8</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	n/a	n/a	5,7	5,5	8,3	7,3	19,2
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,5	1,3	1,1	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,9	0,4	0,4	0,3	0,7
Tage	d	n/a	n/a	55	19	17	13	16
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,5	0,2	0,5	0,5	0,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>12,3</b>	<b>13,1</b>	<b>17,0</b>	<b>18,1</b>	<b>34,5</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Bilanz (Passiva), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,5</b>	<b>18,8</b>	<b>25,4</b>	<b>28,2</b>	<b>32,8</b>	<b>37,4</b>	<b>41,9</b>
Eigenkapitalquote	%	43,4%	38,4%	47,4%	53,1%	60,1%	66,3%	71,5%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	2,0	2,0	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	9,2	9,2	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	4,5	5,6	6,0	6,7	8,2	10,7	13,1
Jahresüberschuss	EUR Mio.	1,1	0,4	0,7	1,5	2,5	2,4	2,4
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>23,6</b>	<b>29,3</b>	<b>27,3</b>	<b>24,0</b>	<b>20,9</b>	<b>18,1</b>	<b>15,7</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	21,7	27,4	25,4	21,6	18,3	15,6	13,2
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	0,8	5,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	1,1	1,2	1,2	1,7	1,8	1,7	1,7
Tage	d	24	30	30	30	30	30	30
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>42,7</b>	<b>49,0</b>	<b>53,6</b>	<b>53,1</b>	<b>54,6</b>	<b>56,4</b>	<b>58,6</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	%	n/a	n/a	87,8%	78,8%	83,0%	73,5%	76,7%
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	n/a	n/a	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
<b>Sachanlagen</b>	%	n/a	n/a	83,1%	74,3%	75,0%	62,9%	75,0%
Grundstücke	%	n/a	n/a	9,3%	8,3%	6,4%	5,8%	3,0%
Technische Anlagen	%	n/a	n/a	67,7%	60,1%	64,3%	53,0%	66,5%
Andere Anlagen	%	n/a	n/a	5,9%	5,0%	4,2%	3,6%	2,3%
Geleistete Anzahlungen	%	n/a	n/a	0,2%	0,8%	0,2%	0,5%	3,3%
<b>Finanzanlagen</b>	%	n/a	n/a	4,5%	4,4%	7,9%	10,5%	1,4%
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	n/a	n/a	2,6%	2,7%	2,0%	2,1%	0,1%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	n/a	n/a	0,2%	0,1%	3,6%	6,3%	0,3%
Beteiligungen	%	n/a	n/a	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,6%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	n/a	n/a	1,5%	1,4%	1,1%	1,1%	0,0%
Wertpapiere des Anlagevermögens	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,9%	0,8%	0,4%
Sonstige Ausleihungen	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	n/a	n/a	10,8%	19,7%	15,9%	25,2%	21,6%
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	%	n/a	n/a	0,1%	0,2%	0,0%	0,2%	0,3%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	n/a	n/a	0,9%	0,7%	0,5%	0,7%	1,3%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	n/a	n/a	0,4%	0,4%	0,6%	0,6%	0,2%
Sonstige Forderungen	%	n/a	n/a	1,6%	0,7%	1,0%	2,8%	1,9%
Kasse	%	n/a	n/a	7,8%	17,7%	13,8%	20,9%	17,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	n/a	1,3%	1,5%	1,1%	1,3%	1,3%
<b>Bilanzsumme</b>	%	n/a	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

\* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>74,1%</b>	<b>74,9%</b>	<b>65,0%</b>	<b>74,0%</b>	<b>68,5%</b>	<b>63,3%</b>	<b>58,2%</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>72,4%</b>	<b>73,0%</b>	<b>63,7%</b>	<b>72,7%</b>	<b>67,3%</b>	<b>62,1%</b>	<b>57,0%</b>
Grundstücke	%	2,3%	5,0%	4,6%	4,6%	4,5%	4,4%	4,2%
Technische Anlagen	%	59,0%	46,4%	40,3%	50,0%	46,1%	42,4%	38,8%
Andere Anlagen	%	3,7%	3,0%	2,6%	2,5%	2,3%	2,1%	1,9%
Geleistete Anzahlungen	%	7,3%	18,7%	16,2%	15,6%	14,4%	13,2%	12,1%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>1,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,1%</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,1%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Beteiligungen	%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wertpapiere des Anlagevermögens	%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>24,3%</b>	<b>23,5%</b>	<b>34,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>30,5%</b>	<b>35,7%</b>	<b>40,8%</b>
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	%	0,5%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	0,9%	1,1%	1,0%	1,4%	1,5%	1,4%	1,3%
Sonstige Forderungen	%	3,3%	2,8%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%
Kasse	%	17,9%	17,3%	30,6%	21,2%	26,8%	32,3%	37,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,0%	0,9%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>						

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	n/a	n/a	40,7%	51,6%	43,7%	53,0%	38,5%
Gezeichnetes Kapital	%	n/a	n/a	11,2%	12,0%	9,2%	9,5%	5,2%
Kapitalrücklage	%	n/a	n/a	21,6%	29,8%	22,9%	28,4%	17,7%
Gewinnrücklagen	%	n/a	n/a	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Gewinn-Verlustvortrag	%	n/a	n/a	6,1%	7,2%	7,5%	10,7%	10,8%
Jahresüberschuss	%	n/a	n/a	1,7%	2,4%	3,9%	4,3%	2,4%
<b>Rückstellungen</b>	%	n/a	n/a	1,0%	2,1%	2,4%	2,0%	1,4%
Steuerrückstellungen	%	n/a	n/a	0,3%	0,5%	0,8%	0,1%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	n/a	n/a	0,6%	1,6%	1,7%	1,9%	1,4%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	n/a	n/a	58,3%	46,3%	53,9%	45,0%	60,2%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	n/a	n/a	46,9%	41,8%	48,7%	40,3%	55,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	n/a	n/a	7,2%	2,8%	2,2%	1,8%	2,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	n/a	n/a	4,2%	1,8%	2,9%	2,9%	2,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	n/a	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

\* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>43,4%</b>	<b>38,4%</b>	<b>47,4%</b>	<b>53,1%</b>	<b>60,1%</b>	<b>66,3%</b>	<b>71,5%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	4,7%	4,1%	4,5%	4,6%	4,4%	4,3%	4,1%
Kapitalrücklage	%	21,6%	18,8%	26,2%	26,5%	25,7%	24,9%	24,0%
Gewinnrücklagen	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinn-Verlustvortrag	%	10,5%	11,4%	11,2%	12,7%	15,0%	18,9%	22,4%
Jahresüberschuss	%	2,7%	0,8%	1,3%	2,8%	4,6%	4,3%	4,1%
<b>Rückstellungen</b>	%	<b>1,3%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>
Steuerrückstellungen	%	0,3%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Sonstige Rückstellungen	%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>55,3%</b>	<b>59,9%</b>	<b>51,0%</b>	<b>45,3%</b>	<b>38,3%</b>	<b>32,1%</b>	<b>26,8%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	50,8%	55,8%	47,3%	40,6%	33,5%	27,6%	22,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	2,6%	2,5%	2,2%	3,2%	3,3%	3,1%	2,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	2,0%	1,6%	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>						

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Cashflow-Statement, 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,3	0,7	0,8	1,4
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	n/a	1,0	1,2	1,4	1,7	3,1
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,4
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	2,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	n/a	0,6	-0,5	0,0	-0,1	0,4
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,3	-0,3	0,3	-0,1	0,4
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,3
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>4,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>4,2</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	-0,8	0,5	1,4
Investitionen in IAV	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Investitionen in SAV	EUR Mio.	n/a	n/a	-4,8	-0,7	-4,4	-1,4	-17,6
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	-0,1	0,2	9,9
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-4,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-6,3</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,2</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	1,1	0,2	0,0	1,4	0,1
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	1,3	0,0	0,0	0,9
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,1	-0,5	2,8	-0,9	3,2
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,2	0,5	-0,2	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>3,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,6</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	n/a	0,6	1,4	0,2	1,5	1,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	n/a	0,3	1,0	2,3	2,3	4,8
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>6,2</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

\* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS

## Cashflow-Statement, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	1,9	0,8	1,3	2,7	4,7	4,6	4,5
Abschreibungen	EUR Mio.	3,5	4,0	4,9	4,9	4,4	4,4	4,4
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-0,4	-0,2	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,7	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,4	0,1	0,0	0,5	0,1	-0,1	-0,1
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>	<b>9,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV	EUR Mio.	-8,6	-8,8	-3,3	-9,3	-2,6	-2,7	-2,8
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-9,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,8</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,6</b>	<b>4,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,2	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	3,1	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	2,5	5,7	-2,0	-3,8	-3,2	-2,7	-2,3
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	-0,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>3,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,3</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	1,6	0,7	7,9	-5,1	3,4	3,6	3,9
Währungsanpassungen	EUR Mio.	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	6,2	7,6	8,5	16,4	11,3	14,6	18,2
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>16,4</b>	<b>11,3</b>	<b>14,6</b>	<b>18,2</b>	<b>22,1</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I, 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	n/a	n/a	5,8	7,0	8,0	8,8	15,3
Rohertrag	EUR Mio.	n/a	n/a	5,3	6,2	7,4	8,3	14,2
EBITDA	EUR Mio.	n/a	n/a	1,4	1,7	2,3	2,7	5,3
EBIT	EUR Mio.	n/a	n/a	0,4	0,5	0,9	1,0	2,2
EBT	EUR Mio.	n/a	n/a	0,3	0,4	0,9	1,0	1,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,3	0,7	0,8	1,4
Anzahl Mitarbeiter		n/a	n/a	28,5	34,0	57,3	97,6	162,4
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	7,50	7,70	13,49	25,60
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	6,40	5,00	6,86	11,80
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	7,12	6,31	9,72	17,01
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	6,40	6,91	12,05	18,30
EPS	EUR	n/a	n/a	0,15	0,20	0,43	0,45	0,47
BVPS	EUR	n/a	n/a	3,63	4,31	4,73	5,57	7,45
CFPS	EUR	n/a	n/a	3,09	0,61	1,41	1,08	2,34
Dividende	EUR	n/a	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	n/a	n/a	23,7%	24,1%	29,4%	30,4%	34,4%
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	7,2%	7,0%	11,7%	11,1%	14,1%
EBT-Marge	%	n/a	n/a	5,2%	6,2%	11,4%	11,8%	11,9%
Netto-Marge	%	n/a	n/a	3,5%	4,6%	8,4%	8,8%	8,9%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	-10,0%	2,8%	-39,1%	12,9%	-14,2%
ROE	%	n/a	n/a	4,1%	4,7%	9,0%	8,1%	10,3%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	-12,3%	-2,8%	-2,4%	-0,5%	-0,4%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	n/a	n/a	202,8	205,2	139,3	90,5	94,4
Pro-Kopf-EBIT	EUR	n/a	n/a	14,5	14,4	16,3	10,0	13,3
Capex/Umsatz	%	n/a	n/a	-83,8%	-10,6%	-55,6%	-16,1%	-114,9%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	n/a	33,8%	20,6%	14,6%	10,7%	73,5%
Rohertrag	%	n/a	n/a	40,9%	18,9%	18,5%	11,7%	71,4%
EBITDA	%	n/a	n/a	57,4%	22,4%	39,8%	14,7%	96,2%
EBIT	%	n/a	n/a	27,2%	18,0%	91,0%	4,8%	121,3%
EBT	%	n/a	n/a	50,4%	43,0%	111,8%	13,7%	76,1%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	51,0%	57,9%	109,7%	16,4%	74,6%
EPS	%	n/a	n/a	-66,4%	38,4%	109,7%	5,8%	4,9%
CFPS	%	n/a	n/a	74,5%	-80,2%	129,5%	-23,4%	116,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Auf einen Blick I, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	16,5	14,9	14,6	20,5	22,1	21,3	20,7
Rohertrag	EUR Mio.	16,3	15,1	17,1	19,9	21,4	20,8	20,2
EBITDA	EUR Mio.	6,3	5,6	6,9	8,5	10,5	10,3	10,2
EBIT	EUR Mio.	2,8	1,6	1,9	3,6	6,0	5,9	5,8
EBT	EUR Mio.	2,4	1,2	1,8	3,5	6,1	5,9	5,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	1,9	0,8	1,3	2,7	4,7	4,6	4,5
Anzahl Mitarbeiter		192,0	192,0	212,0	192,0	192,0	192,0	192,0
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	19,70	15,70	17,60	16,80	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	11,50	8,00	13,50	13,40	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	16,08	13,18	15,25	15,39	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	14,90	14,00	14,90	15,20	15,20	15,20	15,20
EPS	EUR	0,57	0,20	0,30	0,60	1,03	1,01	1,00
BVPS	EUR	9,17	9,32	10,49	11,62	13,54	15,42	17,29
CFPS	EUR	2,38	2,52	3,20	3,30	3,80	3,71	3,70
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Kursziel</b>	<b>EUR</b>							<b>27,00</b>
<b>Performance bis Kursziel</b>	<b>%</b>							<b>77,6%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	38,2%	37,6%	47,1%	41,6%	47,4%	48,2%	49,2%
EBIT-Marge	%	16,8%	11,0%	13,3%	17,5%	27,4%	27,5%	27,8%
EBT-Marge	%	14,5%	7,9%	12,3%	17,1%	27,4%	27,8%	28,5%
Netto-Marge	%	11,3%	5,2%	9,2%	13,4%	21,1%	21,4%	22,0%
FCF-Marge	%	-23,7%	-37,5%	32,3%	-6,5%	29,9%	29,6%	30,0%
ROE	%	10,0%	4,1%	5,3%	9,7%	14,2%	12,2%	10,8%
NWC/Umsatz	%	1,6%	3,0%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,5%	-4,5%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	85,8	77,6	68,6	106,5	114,9	111,0	107,6
Pro-Kopf-EBIT	EUR	14,4	8,6	9,1	18,7	31,5	30,5	30,0
Capex/Umsatz	%	-51,9%	-59,3%	-22,4%	-45,6%	-11,8%	-12,7%	-13,4%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	7,5%	-9,5%	-2,4%	40,6%	7,9%	-3,4%	-3,0%
Rohertrag	%	15,1%	-7,1%	12,8%	16,2%	7,9%	-3,2%	-2,7%
EBITDA	%	19,3%	-11,1%	22,4%	24,0%	23,1%	-1,9%	-1,0%
EBIT	%	27,9%	-40,4%	17,2%	85,6%	68,8%	-3,2%	-1,7%
EBT	%	30,4%	-50,6%	51,2%	96,0%	73,2%	-2,0%	-0,6%
Nettoergebnis	%	36,5%	-58,6%	73,8%	104,8%	69,9%	-2,0%	-0,6%
EPS	%	19,8%	-64,1%	44,8%	104,8%	69,9%	-2,0%	-0,6%
CFPS	%	1,9%	5,6%	27,1%	3,2%	15,1%	-2,2%	-0,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	10,2	9,7	12,8	11,4	25,9
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,6	0,6	1,3	1,9	0,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	1,3	2,6	2,7	4,6	7,4
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	5,0	6,8	7,4	9,6	13,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	7,3	6,3	9,6	8,5	21,2
EK-Quote	%	n/a	n/a	40,7%	51,6%	43,7%	53,0%	38,5%
Gearing	%	n/a	n/a	96,1%	46,6%	80,1%	36,5%	98,1%
Net Working Capital	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,7	-0,2	-0,2	0,0	-0,1
Asset Turnover	x	n/a	n/a	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
EBITDA-ICR	x	n/a	n/a	10,7	9,3	12,3	13,0	10,1
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	n/a	n/a	1.375	1.568	1.568	1.725	1.781
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	11,8	12,1	23,3	45,6
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	10,0	7,8	11,8	21,0
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	11,2	9,9	16,8	30,3
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	10,0	10,8	20,8	32,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	n/a	n/a	4,8	3,1	5,9	3,5	13,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	14,9	18,0	26,8	58,6
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	13,2	13,8	15,3	34,0
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	14,3	15,8	20,3	43,3
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	13,2	16,8	24,3	45,6
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	2,14	2,26	3,03	3,82
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	1,89	1,73	1,74	2,22
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	2,05	1,98	2,29	2,83
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	1,89	2,10	2,75	2,98
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	8,9	7,7	10,0	11,1
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	7,9	5,9	5,7	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	8,5	6,8	7,5	8,2
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	7,9	7,2	9,0	8,6
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	30,6	19,3	27,4	27,1
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	27,0	14,8	15,7	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	29,3	17,0	20,8	20,0
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	27,0	18,0	24,9	21,1
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	36,8	18,0	29,9	54,0
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	31,4	11,7	15,2	24,9
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	35,0	14,8	21,5	35,9
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	31,4	16,2	26,7	38,6
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	1,5	1,5	2,2	2,5
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Auf einen Blick II, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	30,9	35,8	34,1	38,6	36,8	35,0	33,4
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	10,4	11,5	18,2	13,3	16,6	20,1	23,9
Eigenkapital	EUR Mio.	18,5	18,8	25,4	28,2	32,8	37,4	41,9
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	24,2	30,2	28,2	24,9	21,8	19,0	16,7
EK-Quote	%	43,4%	38,4%	47,4%	53,1%	60,1%	66,3%	71,5%
Gearing	%	75,7%	100,4%	35,2%	36,5%	11,2%	-7,0%	-21,0%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,3	0,4	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9
Asset Turnover	x	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
EBITDA-ICR	x	10,5	8,7	10,7	14,5	21,0	24,2	28,2
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	2.021	2.021	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	39,8	31,7	42,7	40,7	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	23,2	16,2	32,7	32,5	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	32,5	26,6	37,0	37,3	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	30,1	28,3	36,1	36,9	36,9	36,9	36,9
Nettoverschuldung	EUR Mio.	14,0	18,9	9,0	10,3	3,7	-2,6	-8,8
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	53,8	50,6	51,6	51,0	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	37,3	35,1	41,7	42,8	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	46,5	45,5	45,9	47,6	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	44,1	47,2	45,1	47,1	40,5	34,2	28,0
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	3,27	3,40	3,55	2,49	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,26	2,35	2,87	2,09	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,82	3,06	3,16	2,33	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,68	3,17	3,10	2,30	1,84	1,61	1,36
EV/EBITDA Hoch	x	8,6	9,0	7,5	6,0	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	7,4	8,1	6,7	5,6	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,0	8,4	6,6	5,5	3,9	3,3	2,8
EV/EBIT Hoch	x	19,5	30,7	26,8	14,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	16,8	27,7	23,8	13,3	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	16,0	28,7	23,4	13,2	6,7	5,8	4,9
KGV Hoch	x	34,7	77,1	59,7	27,8	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	20,3	39,3	45,8	22,2	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	28,3	64,7	51,7	25,5	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	26,2	68,7	50,5	25,2	14,8	15,1	15,2
KBV Schlusskurs	x	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	TY
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>20,5</b>	<b>22,1</b>	<b>21,3</b>	<b>20,7</b>	<b>19,9</b>	<b>19,7</b>	<b>19,7</b>	<b>19,8</b>	<b>20,0</b>	<b>20,1</b>	<b>20,4</b>	<b>20,6</b>	<b>20,8</b>	<b>21,0</b>	<b>21,2</b>	<b>21,4</b>
YoY	%	40,6%	7,9%	-3,4%	-3,0%	-1,9%	-0,8%	0,0%	0,5%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>
EBIT-Marge	%	17,5%	27,4%	27,5%	27,8%	27,5%	27,4%	27,3%	27,2%	27,1%	27,0%	26,9%	26,8%	26,7%	26,6%	26,5%	25,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Steuern	EUR Mio.	-0,8	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,5
Steuerquote ( $\tau$ )	%	18,4%	21,3%	21,5%	21,7%	21,8%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%
<b>Bereinigtes EBIT(1-<math>\tau</math>)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-4,1	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	-0,7
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>3,6</b>
WACC	%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	95,0%	90,2%	85,7%	81,3%	77,1%	73,1%	69,2%	65,5%	61,9%	58,5%	55,3%	52,2%	49,2%	46,4%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	3,6%															
Terminal Cost of capital	%	6,0%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	18,9															
in % des Enterprise Value	%	25,4%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	22,5															
in % des Enterprise Value	%	30,2%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	33,0															
in % des Enterprise Value	%	44,4%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>74,4</b>															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-25,4															
Liquidität	EUR Mio.	16,4															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>65,5</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	2,4															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>27,00</b>															

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH innerhalb der Rechtsprechung der Bundesrepublik Deutschland erstellt und veröffentlicht. Sie ist nur für Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis zur Verfügung gestellt. Sie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen und die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab sowie für Schäden, die entweder direkt oder als Folge der Verwendung von Informationen, Meinungen und Schätzungen in dieser Studie entstehen. Weder Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen noch die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen der Verfasser dieser Studie, die im Zusammenhang mit deren Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH/mit verbundene Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

**Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen, Finanzportale und per E-Mail an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.**

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem jeweiligen Veröffentlichungstag vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

**Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.  
**Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.  
**Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

#### Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

#### Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- Ⓢ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- Ⓢ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- Ⓢ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- Ⓢ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- Ⓢ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

**Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:**

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

**Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):**

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
10.05.2022/14:10 Uhr	EUR 27,00/EUR 15,20	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
01.12.2021/07:30 Uhr	EUR 27,00/EUR 13,00	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
01.09.2021/07:30 Uhr	EUR 27,00/EUR 14,20	Buy, Gültigkeit 24 Monate	8
15.06.2021/09:40 Uhr	EUR 27,00/EUR 17,10	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8
06.04.2021/08:00 Uhr	EUR 19,90/EUR 14,70	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

**Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:**

**Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung Compliance**

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

**Informationsquellen**

Teile der für diese Studie erforderlichen Informationen wurden vom Emittenten des analysierten Wertpapiers zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich diese Studie auf öffentlich zugängliche und als zuverlässig betrachtete Informationen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Presseinformationen). Sphene Capital GmbH hat diese Informationen auf Plausibilität, nicht aber auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft.

**Erklärung der Ersteller der Studien**

Diese Studie wurde von dem/den auf der Titelseite genannten Research-Analysten erstellt. Die in dieser Studie geäußerten Ansichten spiegeln nicht in jedem Fall die Meinung der Sphene Capital GmbH/einem mit ihr verbundenen Unternehmen wider. Der/die Analyst(en) ist/sind allein für die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Einschätzungen verantwortlich. Der/die Verfasser dieser Studie bestätigen, dass alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen seinen/ihren Ansichten entsprechen. Die Vergütung des/der Verfasser dieser Studie des hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Empfehlungen oder Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen. Die Einschätzungen des/der Verfasser(s) dieser Studie wurden zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten beeinflusst. Teile dieser Studie können dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken zugesendet worden sein, ohne dass im Anschluss jedoch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Diese Studie wurde am 10.05.2022 um 13:50 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 15,20.