

# Erlebnis Akademie

Reuters: EADG.DE

Bloomberg: EAD GY

## Eckdaten zum Konzernabschluss 2018e

Gestern hat Erlebnis Akademie (eak) die Eckdaten zum Jahresabschluss 2018e vorgelegt. Während umsatzseitig die Guidance übertrifft wurde, konnten auf EBIT-Ebene die Vorgaben nicht vollumfänglich erreicht werden. Verantwortlich hierfür ist Angabe gemäß die unter den Erwartungen liegende Entwicklung des im Sommer 2018 eröffneten Baumwipfelpfades Salzkammergut. Inzwischen wurden jedoch verschiedene Maßnahmen ergriffen, die dazu beitragen sollen, die Besucherzahlen bereits in diesem Jahr in Richtung der ursprünglich avisierten Niveaus zu heben. In Verbindung mit der für das dritte Quartal 2019e vorgesehenen Neueröffnung im slowenischen Rogla rechnen wir im laufenden Geschäftsjahr mit einem Umsatzanstieg auf EUR 17,9 Mio. (+16,9% YoY) und einem operativen Ergebnis in Höhe von EUR 3,3 Mio. (+52,8% YoY). Aufgrund der unter unseren Erwartungen liegenden Ertragsentwicklung 2018e ermitteln wir aus unserem dreistufigen DCF-Entity-Modell nun einen Wert des Eigenkapitals von EUR 26,70 je Aktie (bisläng EUR 27,20). Dies entspricht einem auf Zwölfmonatssicht erwarteten Kurssteigerungspotenzial von 54,3%; wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der eak.

### Eckdaten zum Konzernabschluss 2018e im Überblick

Gestern hat Erlebnis Akademie (eak) die Eckdaten zum Jahresabschluss 2018e vorgelegt, der erstmals als Konzernabschluss und damit unter Konsolidierung aller Auslandsgesellschaften erstellt wurde. Demnach erwirtschaftete eak im abgelaufenen Jahr **Konzernerlöse** in Höhe von EUR 15,3 Mio. (Vj.: EUR 11,6 Mio., +31,9% YoY). Die für 2018e ausgesprochene Guidance, die Gesamtjahresumsätze zwischen EUR 14 und 15 Mio. vorsah, konnte damit übertrifft werden.

Auf bzw. unter den Erwartungen lag dagegen die Ergebnisentwicklung. Zwar konnte das **EBITDA** (inklusive der nicht-konsolidierten Beteiligungserträge) um 18,3% auf EUR 5,4 Mio. von EUR von 4,6 Mio. gesteigert werden, **EBIT** und **Jahresüberschuss** gingen jedoch auf EUR 2,3 Mio. (Vorjahr EUR 2,4 Mio., -2,2% YoY) bzw. EUR 1,4 Mio. (Vorjahr EUR 1,6 Mio., -12,5% YoY) zurück. Die Guidance, die noch für den vorherigen Konsolidierungskreis (AG-Ebene) abgegeben wurde und einen Anstieg des EBITDA bzw. EBIT auf bis zu EUR 3,3 Mio. bzw. EUR 1,5 Mio. vorsah, dürfte nach u. E. zumindest auf EBIT-Ebene nicht erreicht worden sein.

Weiterführende Details, etwa zur Segmententwicklung oder zur Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2019e, wurden zum jetzigen Zeitpunkt nicht veröffentlicht. Wir gehen davon aus, dass insbesondere die Baumwipfelpfade im Schwarzwald und – einmal mehr – in Bachledka 2018e zum Teil deutlich über unseren Erwartungen gelegen haben, während die Entwicklung der Besucherzahlen im neu eröffneten Baumwipfelpfad im österreichischen Salzkammergut offenbar deutlich unter unseren Prognosen verlief.

**Rating:** Buy **Risiko:** Niedrig  
**Kurs:** EUR 17,30  
**Kursziel:** EUR 26,70 (bisläng EUR 27,20)

<b>WKN/ISIN:</b> DE0001644565/164456				
<b>Indizes:</b> -				
<b>Transparenzlevel:</b> m:access (Freiverkehr Börse München)				
<b>Gewichtete Anzahl Aktien:</b> 1,781 Mio. (post-KE)				
<b>Marktkapitalisierung:</b> EUR 30,8 Mio.				
<b>Handelsvolumen/Tag:</b> ~500 Stück				
<b>Jahresabschluss 2018:</b> 30. Juni 2019				
<b>EUR Mio. (31.12.)</b>	<b>2017*</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Umsatz	8,8	15,3	17,9	20,8
EBITDA	2,7	5,3	6,6	7,5
EBIT (ohne Betlg.)	1,0	2,2	3,3	3,2
EBT	1,0	1,8	3,0	2,9
EAT	0,8	1,4	2,3	2,2
<b>% der Umsätze</b>	<b>2017*</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
EBITDA	30,4%	34,4%	36,7%	36,0%
EBIT	11,1%	14,1%	18,4%	15,5%
EBT	11,8%	11,9%	16,7%	14,0%
EAT	8,8%	8,9%	12,7%	10,6%
<b>Je Aktie (EUR)</b>	<b>2017*</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
EPS	0,45	0,47	0,89	0,87
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	5,57	6,76	8,03	9,28
Cashflow	1,08	2,45	3,12	3,64
<b>%</b>	<b>2017*</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
EK-Quote	53%	49%	46%	47%
Gearing	36%	85%	76%	78%
<b>x</b>	<b>2017*</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
KGV	26,7	36,5	19,5	20,0
EV/Umsatz	2,7	2,7	2,3	2,1
EV/EBITDA	9,0	7,8	6,3	5,8
KBV	2,2	2,6	2,2	1,9

<b>EUR Mio.</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2020e</b>
Guidance: Umsatz	n/a	n/a	n/a
Guidance: EBITDA (HGB 16)	n/a	n/a	n/a

\* bis 2017 AG-Abschluss, ab 2018e Konzernabschluss



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

**Peter Thilo Hasler, CEFA**  
+49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553  
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

**Vorstand mit Maßnahmenbündel aktiv**

Die unter unseren Prognosen liegende Umsatz- und Ertragsentwicklung des Baumwipfelpfades Salzkammergut ist Angabe gemäß auf unerwartete zusätzliche Rechts- und Finanzierungskosten, nachteilige infrastrukturelle Rahmenbedingungen (Totalsperrung der Traunbrücke durch Gmunden, ein von der Gemeinde nicht fertig gestelltes Verkehrs- und Parkleitsystem) und eine baubedingt verspätete Eröffnung (Q3 statt Q2/2018) zurückzuführen.

Der Vorstand hat zwischenzeitlich verschiedene Maßnahmen ergriffen, um die Besucherzahlen in diesem Jahr in Richtung der ursprünglich avisierten Niveaus zu heben. So hat eak auf eigene Kosten Hinweisschilder im Gemeindegebiet angebracht, die in diesem Jahr von einem Verkehrsleitsystem abgelöst werden sollen, dessen Einrichtung die Stadtgemeinde Gmunden fest zugesagt hat. Darüber hinaus wurde von eak der Parkplatz des Baumwipfelpfades kapazitätsseitig erweitert. Für die Seilbahn, die im vergangenen Jahr Angabe gemäß an bis zu 15 Stoßtagen an ihre Kapazitätsgrenze gestoßen ist, werden in den kommenden Wochen ebenfalls Vorkehrungen getroffen, durch die in Stoßzeiten bis zu 40 zusätzliche Besucher pro Stunde transportiert werden können. Ungeachtet dessen gehen wir nicht davon aus, dass der Baumwipfelpfad Salzkammergut an die Besucherzahlen der deutschen Baumwipfelpfade jenseits der 200.000 Besucher-Marke heranreichen wird.

**TABELLE 1: BESUCHERZAHLEN DER EAK-BAUMWIPFELPFADE**

(in 1.000)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Gesamt</b>	<b>Pax</b>	<b>91</b>	<b>356</b>	<b>378</b>	<b>558</b>	<b>814</b>	<b>957</b>	<b>1.136</b>	<b>1.229</b>	<b>1.688</b>	<b>2.133</b>	<b>2.317</b>	<b>2.582</b>	<b>2.774</b>
Neuschönau	Pax	91	356	378	331	275	266	239	219	204	191	181	172	164
Bad Wildbad	Pax	0	0	0	0	0	59	251	234	244	266	253	240	228
Rügen	Pax	0	0	0	0	179	302	299	333	310	289	275	261	248
Saarschleife	Pax	0	0	0	0	0	0	0	130	245	217	206	196	186
Krkonose	Pax	0	0	0	0	0	0	0	0	237	308	305	302	299
Bachledka	Pax	0	0	0	0	0	0	0	0	100	486	482	477	472
Salzkammergut	Pax	0	0	0	0	0	0	0	0	0	65	175	184	175
Usedom	Pax	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	184	252
Rogla	Pax	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	145	287	295
N.N.	Pax	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	190
Lipno*	Pax	0	0	0	227	360	331	347	312	348	310	295	280	266

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

\* ANM.: NICHT KONSOLIDIERT

**2019e mit nur einer Neueröffnung, 2020e dafür voraussichtlich mit neuem Rekord**

In diesem Jahr 2019e ist die Neueröffnung eines Baumwipfelpfades im slowenischen Rogla (Capex: EUR 4,7 Mio.) vorgesehen. Sollte der Baubeginn wie geplant in dieser Woche erfolgen, kann die Eröffnung im Sommer 2019e stattfinden. Nachdem sich der Baubeginn des Baumwipfelpfades in Usedom von behördlicher Seite mehrfach verzögert hat, wird Rogla damit der einzige, in diesem Jahr neu eröffnete Pfad bleiben. Dafür befindet sich Angabe gemäß eine Reihe von Baumwipfelpfaden in einem „weit fortgeschrittenen Stadium“ der Entwicklung, so dass für 2020e mit der Eröffnung von mindestens drei Baumwipfelpfaden gerechnet werden kann.

Ungeachtet dieser Vorgaben bleiben wir bei unserer modellhaften Planung, die die Eröffnung jeweils eines Baumwipfelpfades pro Jahr vorsieht. Damit ergibt sich Spielraum für eine Anpassung der Besucherzahlen und damit auch unserer Umsatz- und Ertragsprognosen nach oben.

### 2019e deutliche Verbesserungen auf allen Ertragsebenen erwartet

Auch bei nur einer Neueröffnung gehen wir davon aus, dass sich die Ertragslage von eak im laufenden Geschäftsjahr deutlich verbessern und das Unternehmen von den Effizienzsteigerungsmaßnahmen am Standort Salzkammergut profitieren wird. Insgesamt rechnen wir mit Erlösen von EUR 17,9 Mio. (+17,1% YoY) und einem operativen Ergebnis (EBIT) von EUR 3,3 Mio. Nach Abzug von Steuern und der Minderheitsanteile entspricht dies einem Ergebnis je Aktie in Höhe von EUR 0,89 (2018e: EUR 0,47). Ursächlich für die von uns erwartete Ergebnisverbesserung sind insbesondere die sich aus dem Wachstum der Geschäftstätigkeiten ergebenden Skaleneffekte.

**Wir gehen davon aus, dass es eak aufgrund der umgesetzten und eingeleiteten Effizienzsteigerungsmaßnahmen am Baumwipfelpfad Salzkammergut und der geplanten Neueröffnung in Rogla gelingen wird, die Ertragslage deutlich zu verbessern. Basierend auf unseren langfristig ausgelegten Erwartungen errechnen wir anhand eines DCF-Entity-Modells ein Kursziel von EUR 26,70 je Aktie. Nachdem wir in unseren Bewertungsüberlegungen nur eine Neueröffnung pro Jahr modelliert haben, sich aber für 2020e eine höhere Anzahl abzeichnet, betrachten wir unser Kursziel als gut untermauert und sehen in den kommenden Monaten Spielraum für eine Anpassung unserer Umsatz- bzw. Ergebnisprognosen und damit unserer Bewertungsergebnisse nach oben.**

**Angesichts einer von uns erwarteten Kursentwicklung von 54,3% (auf Sicht von zwölf Monaten) bekräftigen wir daher unser Buy-Rating für die Aktien der Erlebnis Akademie AG.**

**TABELLE 2: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	2,3%
Terminal Cost of capital	%	6,0%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	28,3
in % des Enterprise Value	%	49,0%
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	2,3
in % des Enterprise Value	%	3,9%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	27,2
in % des Enterprise Value	%	47,0%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>57,8</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-11,1
Liquidität	EUR Mio.	0,9
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>47,6</b>
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	1,8
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>26,70</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Kursziel EUR 26,70, Bestätigung unseres Buy-Ratings

Nach Bekanntgabe der Eckdaten für das Jahr 2018e haben wir unser dreistufiges DCF-

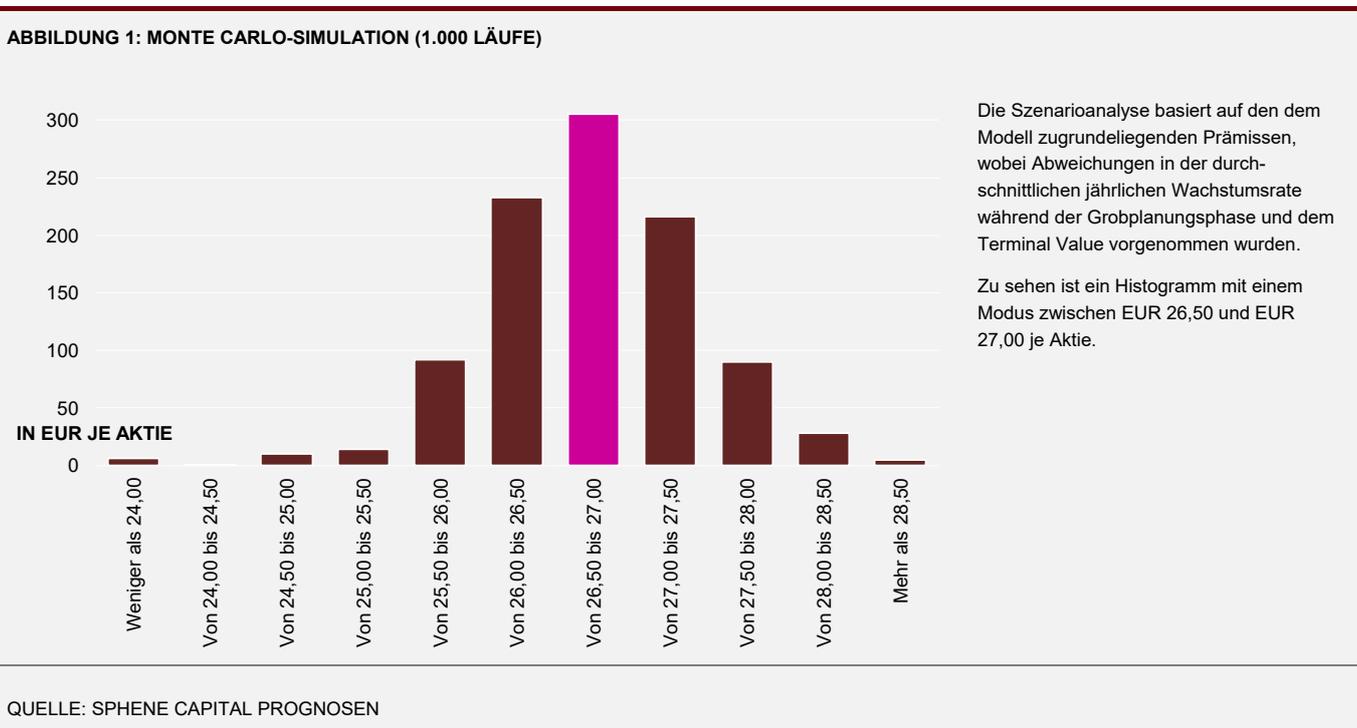
Modell überarbeitet. Der daraus abgeleitete Enterprise Value liegt bei EUR 57,8 Mio. Aus diesem werden 49,0% über den Terminal Value abgeleitet, 3,9% bzw. 47,0% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Der niedrige Wert des Eigenkapitals während der Detailplanungsphase ergibt sich aufgrund der von uns erwarteten hohen Abflüsse aus dem Aufbau neuer Naturerlebniseinrichtungen und der Gründung von Beteiligungen im Ausland. Abzüglich der von uns erwarteten Nettoverschuldung von EUR 10,2 Mio. (per Ende 2018e) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 47,6 Mio. Bei 1,781 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 26,70 je Aktie.

**Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation**

Zur Überprüfung unseres Unternehmenswertes haben wir unsere Daten anschließend einer Monte-Carlo-Simulation unterzogen. In der nachfolgenden Abbildung 1 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet.

Es zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 42,7 Mio. bzw. über EUR 52,2 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können. Je Aktie entspricht dies Werten von EUR 24,00 und EUR 29,30.



**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 26,70 je Aktie wären die Aktien von eak mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 3: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER EAK-AKTIE**

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
KGV	x	19,5x	20,0x	18,5x	30,1x	30,9x	28,6x
EV/Umsatz	x	2,3x	2,1x	1,7x	3,3x	2,9x	2,5x
EV/EBIT	x	6,3x	5,8x	4,8x	8,9x	8,1x	6,8x
KBV	x	2,2x	1,9x	1,6x	3,3x	2,9x	2,5x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Bestätigung unseres Buy-Ratings

Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 17,30 entspricht der von uns ermittelte Wert des Eigenkapitals einer auf Sicht von zwölf Monaten erwarteten Kurssteigerung von 54,3%. Wir bestätigen dementsprechend unser Buy-Rating für die Aktien der Erlebnis Akademie AG.

### Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** Hohe Bedeutung der Standortauswahl mit erheblichen Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage; **(2)** ausgeprägte Saisonalitäten bei hoher Abhängigkeit von den Wetterbedingungen insbesondere in den saisonal wichtigen Sommer- und Herbstmonaten; **(3)** geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aufgrund hoher Capex-Erfordernisse; **(4)** Notwendigkeit regelmäßiger Finanzierungsrunden; **(5)** Verzögerungen seitens der lokalen Behörden; **(6)** Kannibalisierungsriskien durch öffentlich-rechtliche Wettbewerber, etwa auf Gemeindeebene; **(7)** abgesehen von hohen Capex grundsätzlich niedrige Markteintrittsbarrieren in einem limitierten Markt; **(8)** Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen – auch wenn das Umsetzungs-Know-how in der Regel vom jeweiligen Marketingleiter und Projektmanager mitgetragen wird.

Risiken für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

### Katalysatoren für das Erreichen unseres Kurszieles

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von eak in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über die Eröffnung neuer Standorte, auch durch das Eingehen von Beteiligungen im Ausland; **(2)** Aussagen über eine im Jahresvergleich erneute Ergebnissteigerung. Darüber hinaus sehen wir langfristig Indizien für eine Anpassung der Unternehmensbewertung nach oben, da wir bislang nur die Eröffnung eines Baumwipfelpfades pro Jahr („Run-Rate“) veranschlagt haben, diese Run-Rate jedoch im kommenden Jahr erwartungsgemäß übertroffen werden wird.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

**Mit über 2,1 Mio. Besuchern (2018e) in acht Einrichtungen in Deutschland, Österreich, Tschechien und der Slowakei ist die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG der führende Anbieter von Naturerlebniseinrichtungen – insbesondere Baumwipfelpfaden – in Mitteleuropa.**

### Führender Anbieter von Naturerlebniseinrichtungen in Mitteleuropa

Die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG konzipiert, errichtet und betreibt an hochfrequentierten Ausflugszielen Naturerlebniseinrichtungen, insbesondere Baumwipfelpfade. Bislang wurden an acht Standorten in Deutschland, Tschechien, der Slowakei

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

und zuletzt in Österreich Baumwipfelpfade errichtet. Dieses und nächstes Jahr erfolgen weitere Neueröffnungen in Deutschland und/oder Polen bzw. Slowenien. Mit über 2,3 Mio. in diesem Jahr erwarteten Besuchern ist das oberpfälzische Unternehmen der führende Anbieter von Baumwipfelpfaden in Mitteleuropa.

### Acht Standorte in Deutschland, Tschechien, der Slowakei und Österreich

eak betreibt derzeit vier Naturerlebniseinrichtungen in Deutschland, ...

- ⑤ 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.
- ⑤ **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 15. Juni 2013. Das Highlight des 1.250 Meter langen Baumwipfelpfades ist der 40 Meter hohe Aussichtsturm, der einem Adlerhorst nachempfunden ist.
- ⑤ 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 kann sich der Besucher durch die Benutzung einer 55 Meter langen spiralförmigen Tunnelrutsche „verkürzen“.
- ⑤ Am 23. Juli 2016 wurde der Baumwipfelpfad an der **Saarschleife** eröffnet. Der Baumwipfelpfad hat eine Länge von 1.250 Meter und eine maximale Höhe von 23 Metern, die Turmhöhe beträgt 42 Meter. Die Investitionen beliefen sich auf EUR 4,7 Mio.

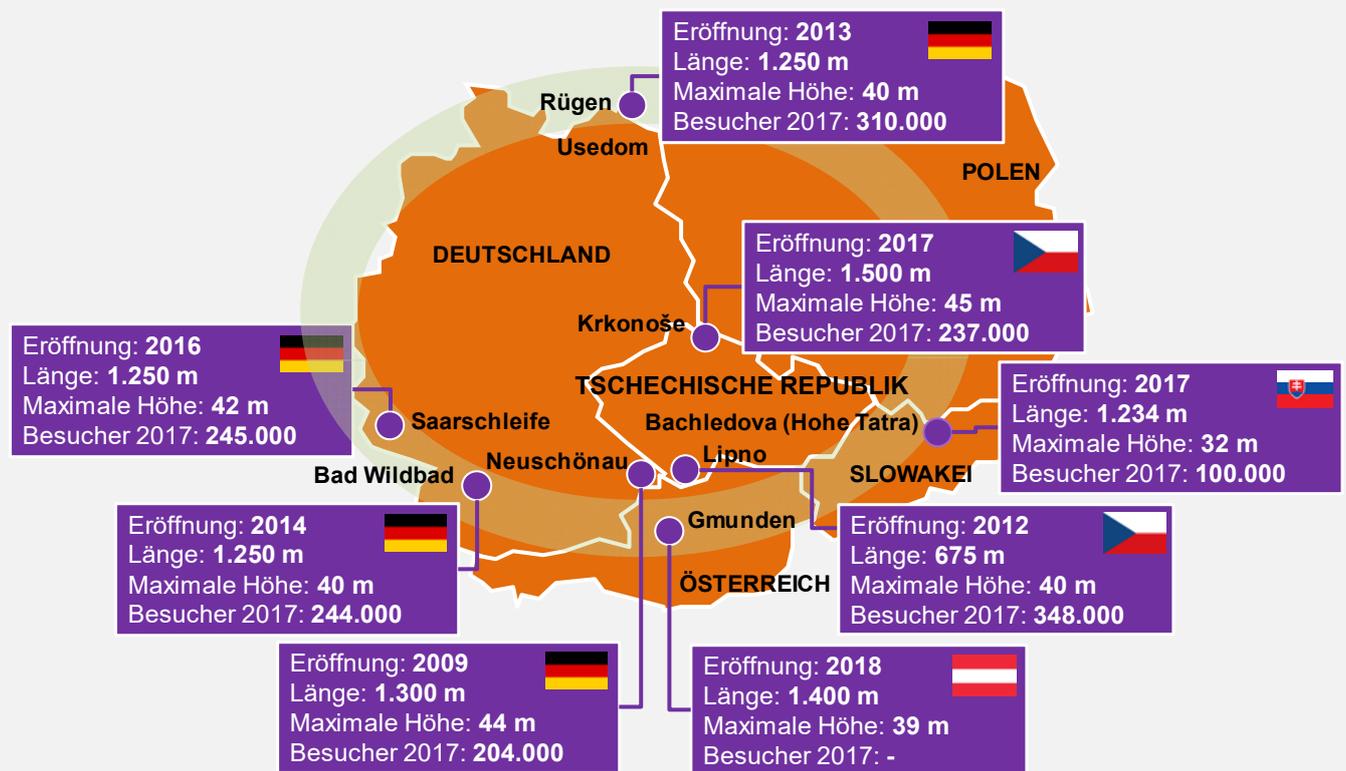
... und vier Naturerlebniseinrichtungen im angrenzenden Ausland:

- ⑤ Der am 2. Juli 2017 eröffnete Baumwipfelpfad im Riesengebirge (tschechisch **Krkonoše**) ist mit einer Länge von 1.500 Metern derzeit 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.
- 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 675 Meter lange Holzpfad bis auf eine Höhe von 24 Meter, ehe er in einem 40 Meter hohen Aussichtsturm mit Rutsche mündet. An diesem Baumwipfelpfad hält eak nur eine Beteiligung von 20,0%.

- ☉ Auf dem Grünberg im oberösterreichischen Gmunden wurde Ende Juli/Anfang August 2018 ein Baumwipfelpfad mit Aussichtsturm errichtet. Der Pfad hat eine Länge von 1.400 Meter, der Turm eine Höhe von 39 Meter.

ABBILDUNG 2: BESTEHENDE STANDORTE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Diverse Baumwipfelpfade bzw. Erweiterungen im Bau oder in der Umsetzung

Die Pipeline von eak konnte im Vergleich zu den Halbjahreszahlen deutlich erweitert werden. Aktuell befinden sich folgende Baumwipfelpfade in der planerischen Umsetzung (Angaben mit den jeweils geplanten Eröffnungszeitpunkten):

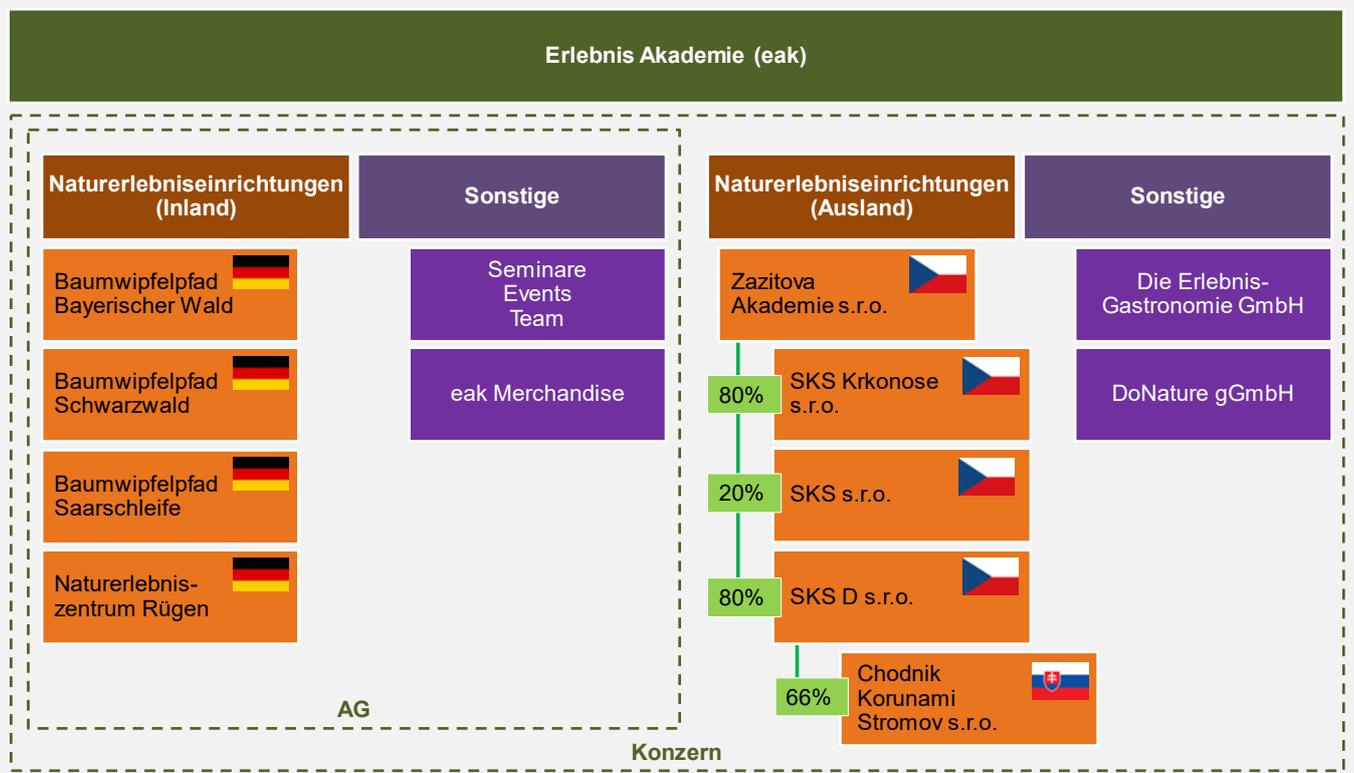
- ☉ Rogla (SVN): Q3/2019e
- ☉ Usedom (GER/POL): Q2/2020e
- ☉ Polen: tbd.
- ☉ Frankreich: tbd.
- ☉ Riga (LTV): tbd.
- ☉ Bratislava (SVK): tbd.

- Ⓢ **Andalusien** (ESP): tbd.
- Ⓢ **Laurentides** (CDN): tbd.

**Erweiterungen** bestehender Baumwipfelpfade sind an den Standorten **Rügen** (Einbau einer Rutsche) sowie **Bad Wildbad** (Anbau eines Waldspielplatzes) geplant.

Sowohl für Neubauten als auch für Erweiterungen sind langwierige und komplizierte gutachterliche Stellungnahmen sowie behördliche Genehmigungsverfahren erforderlich, die eine Verschiebung oder Aufgabe eines Projektes zur Folge haben können. Die Projektpipeline ist deswegen als dynamisch und veränderlich zu verstehen.

ABBILDUNG 3: ORGANIGRAMM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015*	2016*	2017*	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,8</b>	<b>15,3</b>	<b>17,9</b>	<b>20,8</b>	<b>23,0</b>
YoY	%	20,6%	14,6%	10,7%	73,5%	16,9%	16,0%	10,5%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
in % der Umsatzerlöse	%	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>	<b>15,6</b>	<b>18,2</b>	<b>21,0</b>	<b>23,2</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,9	-0,7	-0,7	-1,4	-1,5	-1,8	-2,0
in % der Umsatzerlöse	%	-12,4%	-9,1%	-7,5%	-9,0%	-8,6%	-8,8%	-8,8%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4</b>	<b>8,3</b>	<b>14,2</b>	<b>16,6</b>	<b>19,2</b>	<b>21,2</b>
in % der Umsatzerlöse	%	89,7%	92,8%	93,6%	92,4%	92,7%	92,4%	92,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-2,6	-2,9	-3,3	-4,5	-5,3	-6,2	-6,9
in % der Umsatzerlöse	%	-37,5%	-36,5%	-37,3%	-29,6%	-29,5%	-29,8%	-29,8%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-2,2	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-2,0	-2,1	-2,3	-4,4	-4,7	-5,5	-6,0
in % der Umsatzerlöse	%	-28,1%	-26,9%	-25,9%	-28,5%	-26,5%	-26,6%	-26,1%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>
in % der Umsatzerlöse	%	24,1%	29,4%	30,4%	34,4%	36,7%	36,0%	36,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-1,2	-1,4	-1,7	-3,1	-3,3	-4,3	-4,9
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>
in % der Umsatzerlöse	%	7,0%	11,7%	11,1%	14,1%	18,4%	15,5%	15,1%
YoY	%	18,0%	91,0%	4,8%	121,3%	52,8%	-2,2%	7,6%
Erträge aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
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>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>
in % der Umsatzerlöse	%	6,2%	11,4%	11,8%	11,9%	16,7%	14,0%	13,7%
YoY	%	43,0%	111,8%	13,7%	76,2%	63,0%	-2,7%	8,2%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8
EE-Steuerquote	%	-25,0%	-26,2%	-24,5%	-24,9%	-23,9%	-23,8%	-23,9%
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>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	1,568	1,568	1,725	1,781	1,781	1,781	1,781
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,20</b>	<b>0,43</b>	<b>0,45</b>	<b>0,47</b>	<b>0,89</b>	<b>0,87</b>	<b>0,94</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

\* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS

## Bilanz (Aktiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,3</b>	<b>14,1</b>	<b>13,3</b>	<b>22,3</b>	<b>25,3</b>	<b>29,5</b>	<b>28,0</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Sachanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>9,7</b>	<b>12,8</b>	<b>11,4</b>	<b>20,6</b>	<b>23,8</b>	<b>28,5</b>	<b>27,1</b>
Grundstücke	EUR Mio.	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Technische Anlagen	EUR Mio.	7,9	10,9	9,6	18,4	21,2	25,1	23,9
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,7	0,7	0,6	1,0	1,5	2,2	2,1
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,6	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Wertpapiere des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	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>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,6</b>	<b>1,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,8</b>
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4
DIO	d	36	41	72	72	73	75	76
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
DSO	d	3	5	4	4	4	5	5
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Kasse	EUR Mio.	2,3	2,3	3,8	0,9	4,2	4,2	5,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,1</b>	<b>17,0</b>	<b>18,1</b>	<b>24,5</b>	<b>30,8</b>	<b>35,2</b>	<b>35,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Bilanz (Passiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>	<b>12,0</b>	<b>14,3</b>	<b>16,5</b>	<b>18,9</b>
Eigenkapitalquote	%	51,6%	43,7%	53,0%	49,1%	46,4%	47,0%	53,9%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	EUR Mio.	3,9	3,9	5,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	0,9	1,3	1,9	2,7	3,6	5,1	6,7
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,3	0,7	0,8	0,8	1,6	1,5	1,7
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,2</b>	<b>12,1</b>	<b>16,2</b>	<b>18,3</b>	<b>15,8</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	5,5	8,3	7,3	11,1	15,1	17,1	14,5
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	1,5	1,3	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,3	0,6	0,7	0,8	0,8
Tage	d	19	17	13	13	13	13	13
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
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>13,1</b>	<b>17,0</b>	<b>18,1</b>	<b>24,5</b>	<b>30,8</b>	<b>35,2</b>	<b>35,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>78,8%</b>	<b>83,0%</b>	<b>73,5%</b>	<b>91,0%</b>	<b>81,9%</b>	<b>83,7%</b>	<b>79,7%</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>74,3%</b>	<b>75,0%</b>	<b>62,9%</b>	<b>83,9%</b>	<b>77,3%</b>	<b>81,1%</b>	<b>77,3%</b>
Grundstücke	%	8,3%	6,4%	5,8%	4,3%	3,4%	3,0%	3,0%
Technische Anlagen	%	60,1%	64,3%	53,0%	75,2%	68,7%	71,5%	68,1%
Andere Anlagen	%	5,0%	4,2%	3,6%	4,0%	4,7%	6,2%	5,9%
Geleistete Anzahlungen	%	0,8%	0,2%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>4,4%</b>	<b>7,9%</b>	<b>10,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>4,5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,3%</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	2,7%	2,0%	2,1%	1,6%	1,3%	0,1%	0,1%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,1%	3,6%	6,3%	3,9%	2,7%	2,0%	1,7%
Beteiligungen	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	1,4%	1,1%	1,1%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Wertpapiere des Anlagevermögens	%	0,0%	0,9%	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%	0,5%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>19,7%</b>	<b>15,9%</b>	<b>25,2%</b>	<b>7,7%</b>	<b>17,1%</b>	<b>15,3%</b>	<b>19,3%</b>
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	%	0,2%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	0,7%	0,5%	0,7%	1,1%	1,0%	1,1%	1,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	0,4%	0,6%	0,6%	0,8%	0,7%	0,7%	0,8%
Sonstige Forderungen	%	0,7%	1,0%	2,8%	1,9%	1,5%	1,2%	1,2%
Kasse	%	17,7%	13,8%	20,9%	3,6%	13,7%	12,0%	15,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,5%	1,1%	1,3%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>51,6%</b>	<b>43,7%</b>	<b>53,0%</b>	<b>49,1%</b>	<b>46,4%</b>	<b>47,0%</b>	<b>53,9%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	12,0%	9,2%	9,5%	7,3%	5,8%	5,1%	5,1%
Kapitalrücklage	%	29,8%	22,9%	28,4%	25,1%	20,0%	17,5%	17,5%
Gewinnrücklagen	%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Gewinn-Verlustvortrag	%	7,2%	7,5%	10,7%	11,1%	11,5%	14,6%	19,0%
Jahresüberschuss	%	2,4%	3,9%	4,3%	3,4%	5,1%	4,4%	4,7%
<b>Rückstellungen</b>	%	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,0%</b>
Steuerrückstellungen	%	0,5%	0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%
Sonstige Rückstellungen	%	1,6%	1,7%	1,9%	1,3%	1,0%	0,9%	0,9%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>46,3%</b>	<b>53,9%</b>	<b>45,0%</b>	<b>49,5%</b>	<b>52,5%</b>	<b>52,1%</b>	<b>45,1%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	41,8%	48,7%	40,3%	45,2%	48,8%	48,5%	41,3%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	2,8%	2,2%	1,8%	2,3%	2,1%	2,2%	2,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	1,8%	2,9%	2,9%	2,1%	1,6%	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>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,3	0,7	0,8	1,4	2,3	2,2	2,4
Abschreibungen	EUR Mio.	1,2	1,4	1,7	3,1	3,3	4,3	4,9
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.	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	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.	-0,5	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,3	0,3	-0,1	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.	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>7,3</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	-0,8	0,5	0,2	0,3	0,5	0,1
Investitionen in IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV	EUR Mio.	-0,7	-4,4	-1,4	-12,3	-6,6	-8,9	-3,5
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-12,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-8,5</b>	<b>-3,4</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-7,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>3,9</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,2	0,0	1,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	1,3	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,5	2,8	-0,9	3,8	4,0	2,0	-2,6
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.	0,2	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,2</b>	<b>3,3</b>	<b>0,3</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>2,0</b>	<b>-2,6</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	1,4	0,2	1,5	-2,9	3,3	0,0	1,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	1,0	2,3	2,3	3,8	0,9	4,2	4,2
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>0,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Auf einen Blick I, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	7,0	8,0	8,8	15,3	17,9	20,8	23,0
Rohrertrag	EUR Mio.	6,2	7,4	8,3	14,2	16,6	19,2	21,2
EBITDA	EUR Mio.	1,7	2,3	2,7	5,3	6,6	7,5	8,4
EBIT	EUR Mio.	0,5	0,9	1,0	2,2	3,3	3,2	3,5
EBT	EUR Mio.	0,4	0,9	1,0	1,8	3,0	2,9	3,1
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,3	0,7	0,8	1,4	2,3	2,2	2,4
Anzahl Mitarbeiter		34,0	57,3	97,6	107,6	117,6	127,6	137,6
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	7,50	7,70	13,49	25,60	19,70	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	6,40	5,00	6,86	11,80	17,00	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	7,12	6,31	9,72	17,01	18,30	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	6,40	6,91	12,05	17,30	17,30	17,30	17,30
EPS	EUR	0,20	0,43	0,45	0,47	0,89	0,87	0,94
BVPS	EUR	4,31	4,73	5,57	6,76	8,03	9,28	10,62
CFPS	EUR	0,61	1,41	1,08	2,45	3,12	3,64	4,08
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Kursziel</b>	<b>EUR</b>							<b>26,70</b>
<b>Performance bis Kursziel</b>	<b>%</b>							<b>54,3%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	24,1%	29,4%	30,4%	34,4%	36,7%	36,0%	36,4%
EBIT-Marge	%	7,0%	11,7%	11,1%	14,1%	18,4%	15,5%	15,1%
EBT-Marge	%	6,2%	11,4%	11,8%	11,9%	16,7%	14,0%	13,7%
Netto-Marge	%	4,6%	8,4%	8,8%	8,9%	12,7%	10,6%	10,4%
FCF-Marge	%	2,8%	-39,1%	12,9%	-50,5%	-3,7%	-9,5%	16,9%
ROE	%	4,7%	9,0%	8,1%	11,3%	15,9%	13,4%	12,6%
NWC/Umsatz	%	-2,8%	-2,4%	-0,5%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	205,2	139,3	90,5	142,5	152,4	162,9	166,9
Pro-Kopf-EBIT	EUR	14,4	16,3	10,0	20,1	28,1	25,3	25,3
Capex/Umsatz	%	-10,6%	-55,6%	-16,1%	-80,0%	-36,6%	-43,0%	-15,3%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	20,6%	14,6%	10,7%	73,5%	16,9%	16,0%	10,5%
Rohrertrag	%	18,9%	18,5%	11,7%	71,4%	17,2%	15,6%	10,3%
EBITDA	%	22,4%	39,8%	14,7%	96,2%	24,7%	13,9%	11,5%
EBIT	%	18,0%	91,0%	4,8%	121,3%	52,8%	-2,2%	7,6%
EBT	%	43,0%	111,8%	13,7%	76,2%	63,0%	-2,7%	8,2%
Nettoergebnis	%	57,9%	109,7%	16,4%	74,7%	66,9%	-2,6%	8,1%
EPS	%	38,4%	109,7%	5,8%	4,9%	87,4%	-2,6%	8,1%
CFPS	%	-80,2%	129,5%	-23,4%	126,9%	27,5%	16,6%	12,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	9,7	12,8	11,4	20,6	23,8	28,5	27,1
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	1,3	1,9	1,7	1,4	0,9	0,8
Umlaufvermögen	EUR Mio.	2,6	2,7	4,6	1,9	5,3	5,4	6,8
Eigenkapital	EUR Mio.	6,8	7,4	9,6	12,0	14,3	16,5	18,9
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	6,3	9,6	8,5	12,5	16,5	18,7	16,2
EK-Quote	%	51,6%	43,7%	53,0%	49,1%	46,4%	47,0%	53,9%
Gearing	%	46,6%	80,1%	36,5%	84,6%	75,9%	77,7%	47,4%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Asset Turnover	x	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7
EBITDA-ICR	x	9,3	12,3	13,0	11,0	13,6	15,3	16,9
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	1.568	1.568	1.725	1.781	1.781	1.781	1.781
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	11,8	12,1	23,3	45,6	35,1	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	10,0	7,8	11,8	21,0	30,3	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	11,2	9,9	16,8	30,3	32,6	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	10,0	10,8	20,8	30,8	30,8	30,8	30,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	3,1	5,9	3,5	10,2	10,9	12,8	9,0
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.	14,9	18,0	26,8	55,8	45,9	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	13,2	13,8	15,3	31,2	41,1	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	14,3	15,8	20,3	40,5	43,4	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	13,2	16,8	24,3	41,0	41,7	43,6	39,8
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	2,14	2,26	3,03	3,64	2,56	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,89	1,73	1,74	2,04	2,29	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,05	1,98	2,29	2,64	2,42	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	1,89	2,10	2,75	2,67	2,32	2,10	1,73
EV/EBITDA Hoch	x	8,9	7,7	10,0	10,6	7,0	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	7,9	5,9	5,7	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	8,5	6,8	7,5	7,7	6,6	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,9	7,2	9,0	7,8	6,3	5,8	4,8
EV/EBIT Hoch	x	30,6	19,3	27,4	25,8	13,9	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	27,0	14,8	15,7	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	29,3	17,0	20,8	18,7	13,1	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	27,0	18,0	24,9	19,0	12,6	13,5	11,4
KGV Hoch	x	36,8	18,0	29,9	54,0	22,2	n/a	n/a
KGV Tief	x	31,4	11,7	15,2	24,9	19,1	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	35,0	14,8	21,5	35,9	20,6	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	31,4	16,2	26,7	36,5	19,5	20,0	18,5
KBV Schlusskurs	x	1,5	1,5	2,2	2,6	2,2	1,9	1,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TY
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>17,9</b>	<b>20,8</b>	<b>23,0</b>	<b>24,9</b>	<b>26,5</b>	<b>27,7</b>	<b>28,5</b>	<b>29,0</b>	<b>29,4</b>	<b>29,8</b>	<b>30,1</b>	<b>30,4</b>	<b>30,7</b>	<b>31,0</b>	<b>31,3</b>	<b>31,6</b>
YoY	%	16,9%	16,0%	10,5%	8,4%	6,3%	4,4%	3,0%	2,0%	1,4%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>
EBIT-Marge	%	18,4%	15,5%	15,1%	15,4%	15,7%	16,0%	16,3%	16,6%	16,9%	17,2%	17,5%	17,8%	18,1%	18,4%	18,7%	20,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Steuern	EUR Mio.	-0,7	-0,7	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6
Steuerquote (τ)	%	20,6%	20,5%	20,8%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-2,9	-4,2	1,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>
WACC	%	4,1%	4,1%	4,1%	4,3%	4,4%	4,6%	4,8%	4,9%	5,1%	5,2%	5,4%	5,5%	5,7%	5,8%	6,0%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	100,0%	92,2%	88,4%	84,7%	80,9%	77,3%	73,7%	70,1%	66,6%	63,2%	59,9%	56,7%	53,6%	50,5%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>4,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	2,3%															
Terminal Cost of capital	%	6,0%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	28,3															
in % des Enterprise Value	%	49,0%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	2,3															
in % des Enterprise Value	%	3,9%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	27,2															
in % des Enterprise Value	%	47,0%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>57,8</b>															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-11,1															
Liquidität	EUR Mio.	0,9															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>47,6</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	1,8															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>26,70</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 erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an 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 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. **Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. 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 und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen 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 des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner 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 noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen 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 und Finanzportale sowie per Email 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: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie 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%.

**Risikoinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)**

Unter der Risikoinschätzung 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)
28.05.2019/10:30 Uhr	EUR 26,70/EUR 17,90	Buy, Gültigkeit 12 Monate	8
21.11.2018/09:55 Uhr	EUR 27,20/EUR 19,30	Buy, Gültigkeit 12 Monate	8
08.11.2018/09:50 Uhr	EUR 27,20/EUR 22,80	Buy, Gültigkeit 12 Monate	8
22.08.2018/08:15 Uhr	EUR 21,50/EUR 18,00	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 2; 8
12.06.2018/11:15 Uhr	EUR 20,30/EUR 16,00	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 2; 8
14.11.2017/12:00 Uhr	EUR 13,50/EUR 12,50	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
25.10.2017/08:55 Uhr	EUR 13,50/EUR 12,66	Buy, Gültigkeit 12 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.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten 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. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

##### Erklärung der Ersteller der Studien

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.

Diese Studie wurde am 28.05.2019 um 08:15 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 17,30.