

Erlebnis Akademie

Reuters: EADG.DE

Bloomberg: EAD GY

Liquiditätssichernde Maßnahmen in Umsetzung

Gestern hat eak ein Maßnahmenpaket zur kostenminimierenden und liquiditätssichernden Aufstellung der Gesellschaft während des aktuellen Lock-Downs verkündet. Zum einen wurden mit den Kreditbanken für den Zeitraum, in dem die neun Baumwipfelpfade in Deutschland, Tschechien, der Slowakei, Österreich und Slowenien geschlossen sind, umfassende Kreditstundungen vereinbart. Zum anderen wurde für mehr als 75% der Mitarbeiter (auch an den Auslandsstandorten) Kurzarbeit angemeldet, was die Personalaufwendungen – in Verbindung mit einem Gehalts- und Tantiemenverzicht des Vorstands – spürbar entlasten wird. Nach Wirksamwerden dieser Maßnahmen sieht der Vorstand die Liquiditätslage der Gesellschaft nach der Kapitalerhöhung des letzten Jahres selbst in dem unwahrscheinlichen Worst-Case einer Schließung der Baumwipfelpfade bis April 2021 als gesichert an.

Gleichzeitig sollen, in Abhängigkeit von den behördlichen Erlassen, der im Bau befindliche Baumwipfelpfad Usedom mit einer angestrebten Eröffnung bis spätestens Frühjahr 2021 sowie die Erweiterungsprojekte im Schwarzwald und an der Saarschleife fertiggestellt werden. Zurückgestellt werden dagegen bis auf weiteres die Neubauten in Drachenbronn/Elsass und in Quebec/Kanada.

In unseren Finanzschätzungen gehen wir bei den Bestandsobjekten nun von einer vollständigen Schließung bis einschließlich August dieses Jahres aus; aus unserer Sicht sind Baumwipfelpfade – ähnlich den Tierparks und botanischen Gärten – als Outdoor-Freizeitaktivitäten nachgerade prädestiniert, frühzeitig eröffnet zu werden. Abgesehen von der zeitlichen Verschiebung der Neubauprojekte entfällt damit der Großteil der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf das laufende Geschäftsjahr 2020e.

Nach Überarbeitung unser Prognosen um die Schließung und die angekündigte Verschiebung der Neubauprojekte ermitteln wir aus unserem dreistufigen DCF-Entity-Modell auf Sicht von 24 Monaten ein Kursziel von EUR 18,30 (bislang EUR 25,60) je Aktie (Base Case-Szenario). In einer Monte Carlo-Analyse haben wir anschließend alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Daraus ergeben sich Best-Case- und Worst-Case-Werte des Eigenkapitals von EUR 10,90 bzw. von EUR 26,90 je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 10,00 je Aktie entspricht dies einem erwarteten Kurssteigerungspotenzial von 83,0%. Wir bestätigen dementsprechend unser Buy-Rating für die Aktien der Erlebnis Akademie AG.

Rating: Buy **Risiko:** Niedrig
Kurs: EUR 10,00
Kursziel: EUR 18,30 (bislang 25,60)

WKN/ISIN: DE0001644565/164456

Indizes: -

Transparenzlevel: m:access (Freiverkehr Börse München)

Gewichtete Anzahl Aktien: 2,021 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 20,2 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~500 Stück

Jahresabschluss 2019: vorauss. Juni 2020

EUR Mio. (31.12.)	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	16,4	12,7	18,4	21,4
EBITDA	6,0	4,1	6,9	7,7
EBIT (ohne Betg.)	2,5	0,3	2,5	2,9
EBT	2,1	-0,2	2,0	2,5
EAT	1,5	-0,2	1,5	1,8

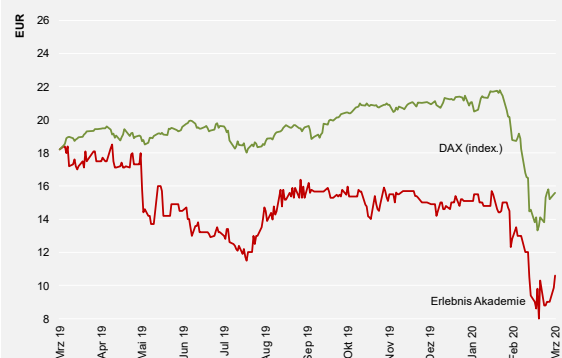
% der Umsätze	2019e	2020e	2021e	2022e
EBITDA	36,7%	32,2%	37,3%	36,1%
EBIT	15,4%	2,0%	13,6%	13,6%
EBT	12,8%	-1,8%	10,8%	11,4%
EAT	9,3%	-1,3%	8,1%	8,6%

Je Aktie (EUR)	2019e	2020e	2021e	2022e
EPS	0,53	-0,06	0,51	0,63
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	8,99	8,90	9,64	10,55
Cashflow	2,50	1,84	2,91	3,30

%	2019e	2020e	2021e	2022e
EK-Quote	42%	40%	45%	51%
Gearing	55%	81%	59%	38%

x	2019e	2020e	2021e	2022e
KGV	28,2	n/a	19,5	15,8
EV/Umsatz	2,4	2,7	1,7	1,3
EV/EBITDA	6,7	8,5	4,6	3,7
KBV	1,7	1,1	1,0	0,9

EUR Mio.	2020e	2021e	2022e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a	n/a
Guidance: EBITDA	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

Aktuelle Pipeline von Neubauten

Im vergangenen Jahr wurde mit dem slowenischen Standort Pohorje (Rogla) ein Baumwipfelpfad eröffnet. Beim fünften deutschen Standort auf der Insel Usedom (erwartete Capex: EUR 7,9 Mio.) rechnen wir nun mit einer Fertigstellung erst im kommenden Jahr. Beim Baumwipfelpfad im elsässischen Drachenbronn dürfte der Baubeginn frühestens Anfang des kommenden Jahres realistisch sein, so dass dieser frühestens Mitte 2021e eröffnet werden kann. Die beiden Baumwipfelpfade in Bad Doberan und in Quebec sind Angabe gemäß zwar in einem fortgeschrittenen Planungsstadium, bleiben jedoch bis auf weiteres zurückgestellt.

TABELLE 1: GEPLANTE NEUBAUTEN VON BAUMWIPFELPFADEN (AKTUELLER STAND)				
Region	Standort	Baubeginn (urspr.)	Aktueller Stand	Fertigstellung (erw.)
Deutschland	Usedom	Q4/2019	in Bau	Q2/2021
	Bad Doberan	2020		frühestens 2021
Europäisches Ausland	Drachenbronn/Elsass (FRA)	Q1/2020		frühestens 2021
	Riga (LVA)	Q1/2020		frühestens 2022
	Villafranca de Cordoba (ESP)	2020/21	Bis auf weiteres zurückgestellt	n/a
	Bratislava (SVK)	2020/21		n/a
	Westpommern (POL)	2020/21		n/a
	Avondale Forest (IRE)	2021		frühestens 2022
Übersee	Laurentides/Quebec (CDN)	2020		frühestens 2022

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterung bestehender Standorte

Um langfristig die Attraktivität der bestehenden Standorte aufrechtzuerhalten, ist neben dem Neubau von Baumwipfelpfaden auch eine Ertüchtigung bereits in Betrieb befindlicher Baumwipfelpfade vorgesehen.

TABELLE 2: ERWEITERUNGEN BESTEHENDER STANDORTE (AKTUELLER STAND)			
Region	Standort	Baubeginn (erw.)	Fertigstellung (erw.)
Deutschland	Saarschleife: Abenteuer- und Erlebnisspielplatz	in Bau	Q2/2020
	Rügen: Tunnelrutsche	in Bau	Q2/2020
	Bad Wildbad: Imbiss-Gastronomie	in Bau	Q2/2020
Europäisches Ausland	Bachledka: Abenteuerwald	2021	2021
	Krkonoše: Abenteuerwald	2021	2021
	Drachenbronn/Elsass: Abenteuerwald	2022	2022
	Pohorje: Tunnelrutsche	2021	Q2/2020

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 angegebene Projektpipeline ist daher als dynamisch und veränderlich anzusehen.

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 36,9 Mio. bzw. EUR 18,30 je Aktie

Kursziel von EUR 18,30 je Aktie

Der Enterprise Value der Erlebnis Akademie AG liegt in unserem Modell bei EUR 47,0 Mio. Aus diesem werden 45,8% über den Terminal Value abgeleitet, 2,8% bzw. 48,4% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Abzüglich der aktuellen Nettoverschuldung (per 12/2019e) von EUR 10,0 Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 36,9 Mio. Bei 2,0 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 18,30 je Aktie.

TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

			Kommentar
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	2,3%	Synthetisches A- Rating mit 25% PD und Default Spread 450 bps
Terminal Cost of Capital	%	5,5%	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	21,5	Ab dem Jahr 2034e
in % des Enterprise Value	%	45,8%	
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	2,8	Für die Jahre 2020e-22e
in % des Enterprise Value	%	5,9%	
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	22,7	Für die Jahre 2023e-34e
in % des Enterprise Value	%	48,4%	
Enterprise Value	EUR Mio.	47,0	
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-23,2	Erwartete Daten zum 31.12.2019e
Liquidität	EUR Mio.	13,2	Erwartete Daten zum 31.12.2019e
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	36,9	
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	2,0	
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	18,30	Kursziel auf Sicht von 24 Monaten
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN			

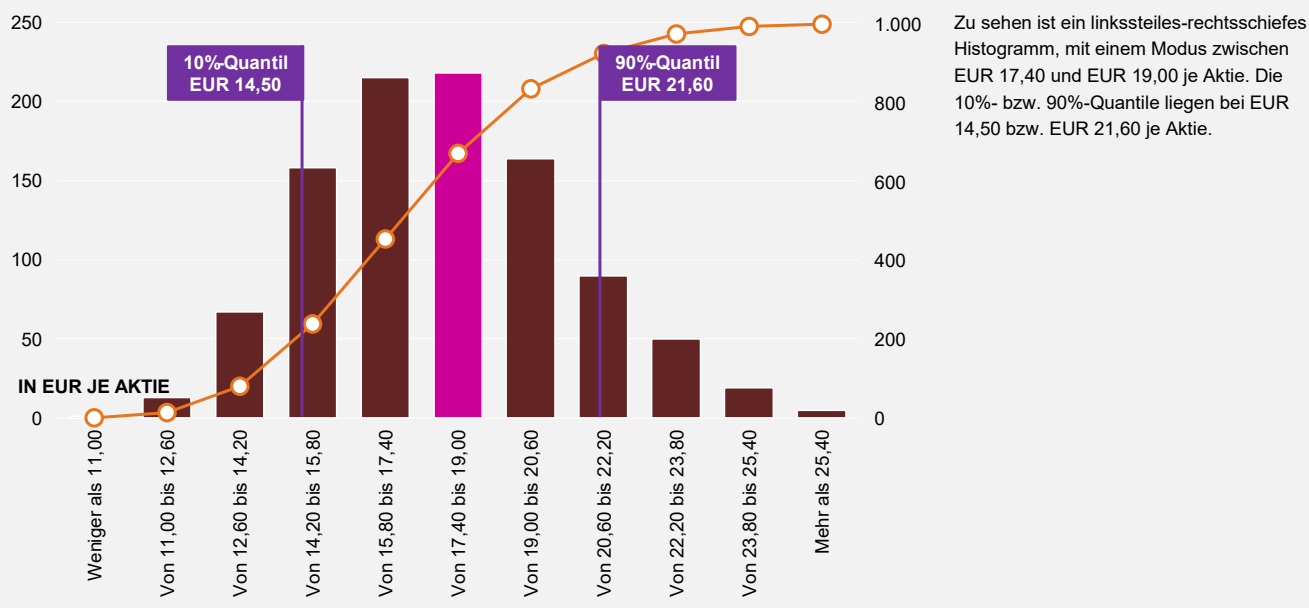
Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Monte-Carlo-Simulation mit Kurszielen zwischen EUR 10,90 und EUR 26,90 je Aktie

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 22,0 Mio. bzw. über EUR 54,4 Mio. bzw. von unter EUR 10,90 und über EUR 26,90 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können.

ABBILDUNG 1: 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 18,30 je Aktie wären die eak-Aktien mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER EAK-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
KGV	x	n/a	19,5x	15,8x	n/a	35,7x	28,9x
EV/Umsatz	x	2,7x	1,7x	1,3x	4,1x	2,6x	2,1x
EV/EBITDA	x	8,5x	4,6x	3,7x	12,6x	7,1x	5,8x
KBV	x	1,1x	1,0x	0,9x	2,1x	1,9x	1,7x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 Fehl-investitionen 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;
- Ⓢ Notwendigkeit regelmäßiger **Finanzierungsrunden**, zumindest solange sich das Unternehmen im Wachstumsmodus befindet;
- Ⓢ **Verzögerungen der Genehmigungen** seitens der lokalen Behörden;
- Ⓢ **Kannibalisierungsrisiken** durch öffentlich-rechtliche Wettbewerber, etwa auf Gemeindeebene;
- Ⓢ abgesehen von hohen Capex grundsätzlich **niedrige Markteintrittsbarrieren** in einem limitierten Markt;
- Ⓢ **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 von eak in den kommenden Monaten sehen wir

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

- Ⓢ Meldungen über die Aufhebung der **behördlich verfügbaren Schließungen** der Baumwipfelpfade;
- Ⓢ Aufhebung der **Reisebeschränkungen** insbesondere zu Österreich und Tschechien;
- Ⓢ die **Eröffnung neuer Standorte**, auch durch das Eingehen von Beteiligungen im Ausland;
- Ⓢ Aussagen über die **Rückkehr zum langfristigen Ergebnistrend**.

Die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG konzipiert, errichtet und betreibt an hochfrequentierten Ausflugszielen Naturerlebniseinrichtungen, insbesondere Baumwipfelpfade. Bislang wurden an neun Standorten in Deutschland, Tschechien, der Slowakei, Österreich und zuletzt Slowenien Baumwipfelpfade errichtet. Mit rund 2,15 Mio. Besuchern (2019e) ist das Oberpfälzer Unternehmen der führende Anbieter von Baumwipfelpfaden in Mitteleuropa.

Neun Standorte in Deutschland, Tschechien, der Slowakei, Österreich und Slowenien

eak betreibt derzeit vier Naturerlebniseinrichtungen in Deutschland, ...

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

- 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. Die Capex inklusive der zwischenzeitlichen Erweiterungen beliefen sich auf EUR 3,5 Mio.
- 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“. Die Capex beliefen sich auf EUR 4,7 Mio.
- 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.

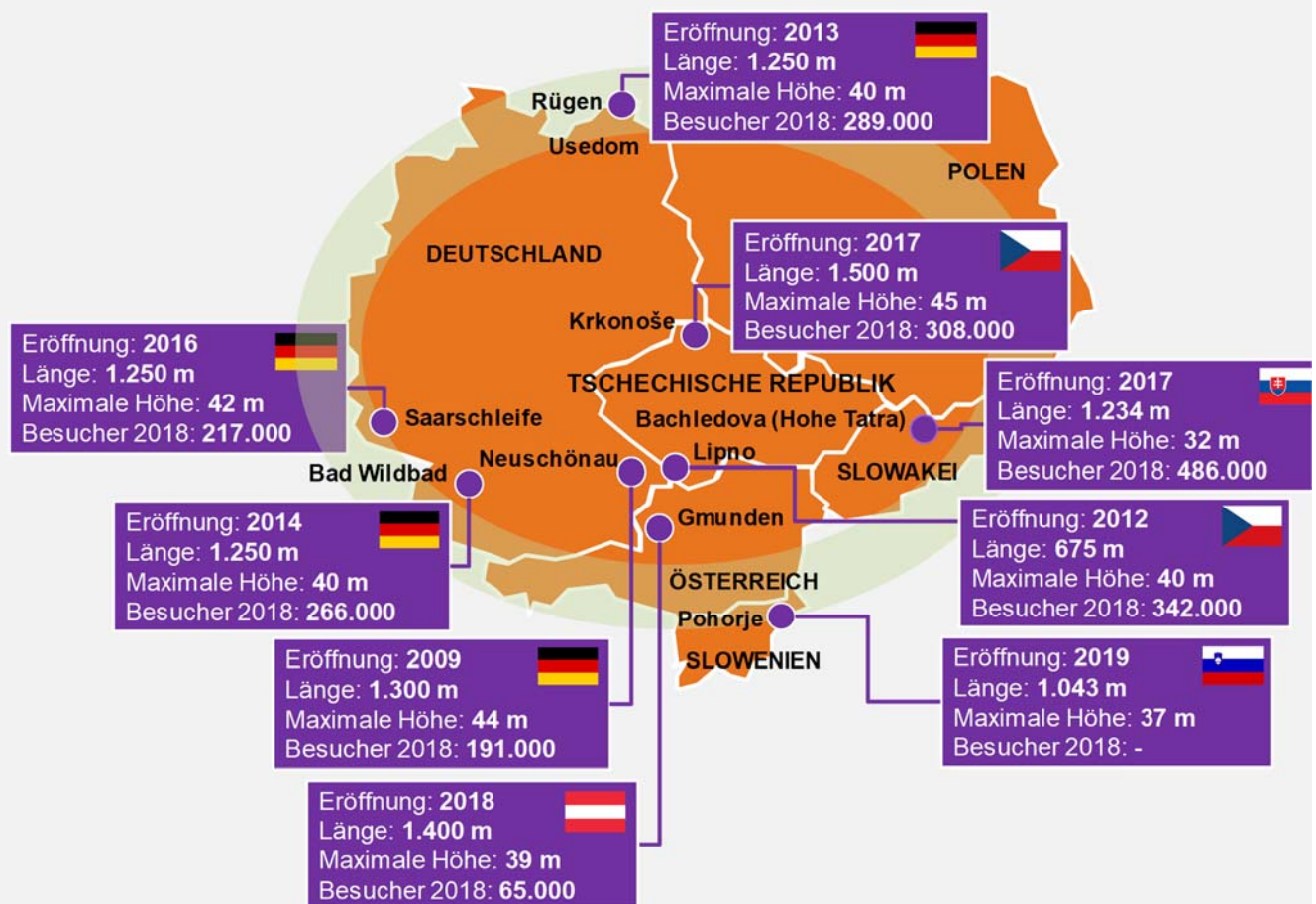
... und fünf Naturerlebniseinrichtungen im angrenzenden Ausland:

- 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 75m² 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.

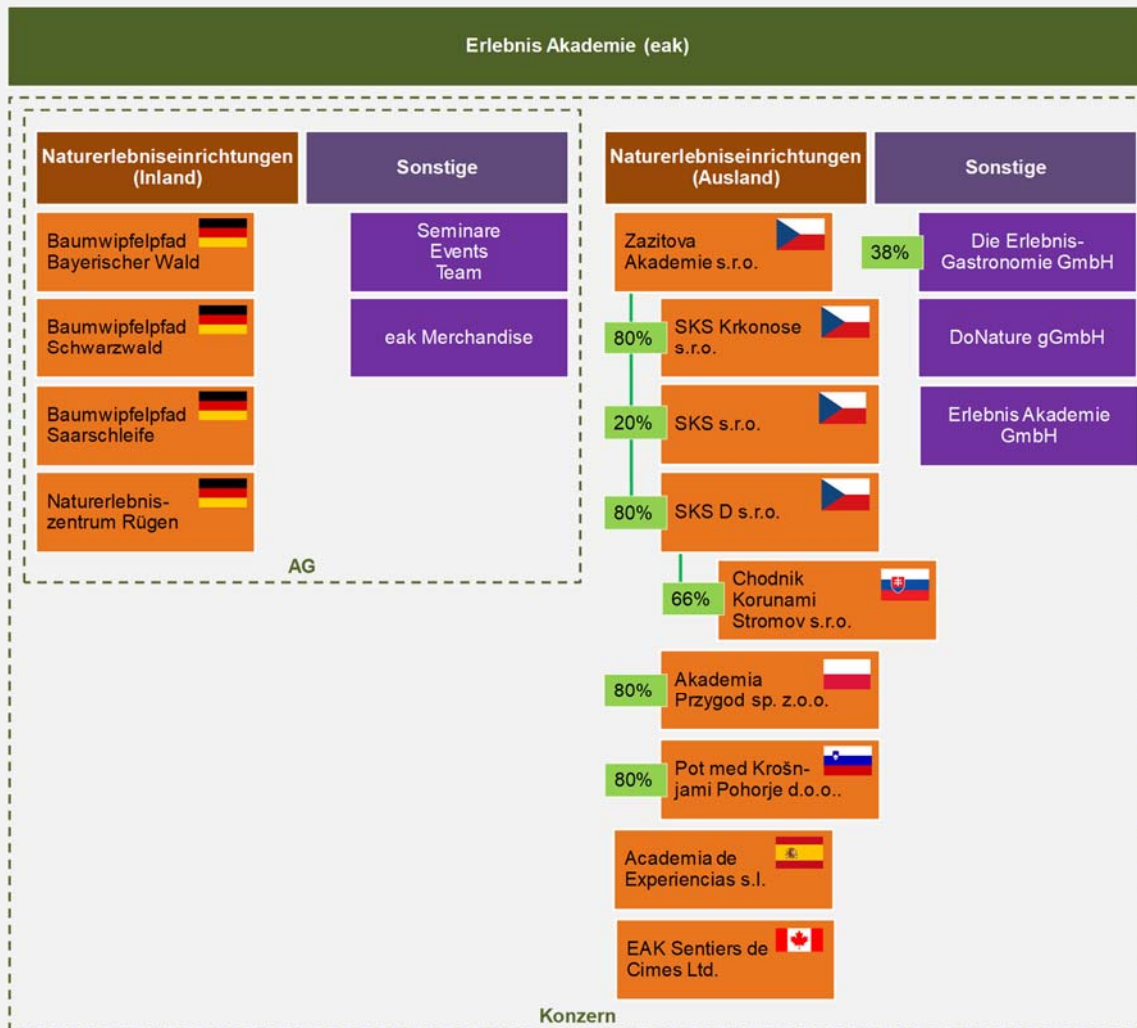
- Der Baumwipfelpfad **Lipno** (Böhmerwald) befindet sich auf dem Gipfel des Berges Kramolin im Länderdreieck Deutschland, Österreich und Tschechien. Eröffnet am 20. Juli 2012 reicht der 675 Meter lange Holzpfad bis auf eine Höhe von 24 Meter, ehe er in einem 40 Meter hohen Aussichtsturm mit Rutsche mündet. An diesem Baumwipfelpfad hält eak nur eine Beteiligung von 20,0%. Die Capex beliefen sich auf CZK 66 Mio. (ca. EUR 2,5 Mio.).
- Auf dem Grünberg im oberösterreichischen **Gmunden** wurde Ende Juli 2018 ein Baumwipfelpfad mit Aussichtsturm errichtet. Der Pfad hat eine Länge von 1.400 Meter, der Turm eine Höhe von 39 Meter. Die Capex beliefen sich auf EUR 5,2 Mio.
- Pohorje, nahe dem slowenischen Maribor, ist der jüngste Baumwipfelpfad. Eröffnet im September 2019 hat der Pfad eine Länge von 1.043 Meter, an dessen Ende sich ein neuneckiger, 37 Meter hoher Turm anschließt. Die Investitionen für diesen Baumwipfelpfad beliefen sich auf EUR 4,3 Mio.

ABBILDUNG 2: BESTEHENDE STANDORTE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

ABBILDUNG 3: ORGANIGRAMM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016*	2017*	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	EUR Mio.	8,0	8,8	15,3	16,4	12,7	18,4	21,4
YoY	%	14,6%	10,7%	73,5%	7,2%	-22,4%	44,3%	16,6%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
in % der Umsatzerlöse	%	1,0%	1,0%	0,4%	0,4%	0,1%	0,1%	0,1%
Gesamtleistung	EUR Mio.	8,1	8,9	15,6	16,7	12,8	18,6	21,7
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,7	-0,7	-1,4	-1,6	-1,1	-1,6	-1,8
in % der Umsatzerlöse	%	-9,1%	-7,5%	-9,0%	-9,7%	-8,9%	-8,7%	-8,6%
Rohertrag	EUR Mio.	7,4	8,3	14,2	15,1	11,7	17,0	19,8
in % der Umsatzerlöse	%	92,8%	93,6%	92,4%	92,0%	91,7%	92,6%	92,5%
Personalaufwand	EUR Mio.	-2,9	-3,3	-4,5	-4,5	-3,5	-5,2	-6,6
in % der Umsatzerlöse	%	-36,5%	-37,3%	-29,6%	-27,4%	-27,2%	-28,3%	-30,7%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-2,1	-2,3	-4,4	-4,6	-4,1	-5,0	-5,5
in % der Umsatzerlöse	%	-26,9%	-25,9%	-28,5%	-27,9%	-32,2%	-27,0%	-25,7%
EBITDA	EUR Mio.	2,3	2,7	5,3	6,0	4,1	6,9	7,7
in % der Umsatzerlöse	%	29,4%	30,4%	34,4%	36,7%	32,2%	37,3%	36,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-1,4	-1,7	-3,1	-3,5	-3,8	-4,3	-4,8
EBIT	EUR Mio.	0,9	1,0	2,2	2,5	0,3	2,5	2,9
in % der Umsatzerlöse	%	11,7%	11,1%	14,1%	15,4%	2,0%	13,6%	13,6%
YoY	%	91,0%	4,8%	121,3%	17,0%	-89,8%	869,6%	16,3%
Erträge aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	0,9	1,0	1,8	2,1	-0,2	2,0	2,5
in % der Umsatzerlöse	%	11,4%	11,8%	11,9%	12,8%	-1,8%	10,8%	11,4%
YoY	%	111,8%	13,7%	76,1%	15,3%	-110,8%	-967,2%	23,6%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	0,1	-0,5	-0,6
EE-Steuerquote	%	-26,2%	-24,5%	-24,9%	-27,1%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernjahresüberschuss	EUR Mio.	0,7	0,8	1,4	1,5	-0,2	1,5	1,8
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	1,568	1,725	1,781	2,021	2,021	2,021	2,021
Ergebnis je Aktie	EUR	0,43	0,45	0,47	0,53	-0,06	0,51	0,63

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS

Bilanz (Aktiva), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016*	2017*	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
AKTIVA								
Anlagevermögen	EUR Mio.	14,1	13,3	26,5	28,4	32,9	31,3	29,8
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	EUR Mio.	12,8	11,4	25,9	27,9	32,4	30,8	29,3
Grundstücke	EUR Mio.	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Technische Anlagen	EUR Mio.	10,9	9,6	23,0	24,4	28,2	26,8	25,4
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,7	0,6	0,8	1,2	1,8	1,7	1,6
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,1	1,1	1,2	1,4	1,3	1,2
Finanzanlagen	EUR Mio.	1,3	1,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,6	1,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,2	0,2	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
Umlaufvermögen	EUR Mio.	2,7	4,6	7,4	14,5	11,7	11,2	11,4
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,1	0,1	0,5	0,5	0,4	0,6	0,7
DIO	d	41	72	119	120	123	125	128
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DSO	d	5	4	2	2	2	2	2
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,2	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
Kasse	EUR Mio.	2,3	3,8	6,2	13,2	10,5	9,9	10,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Bilanzsumme	EUR Mio.	17,0	18,1	34,5	43,4	45,1	43,1	41,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

Bilanz (Passiva), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016*	2017*	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	7,4	9,6	13,3	18,2	18,0	19,5	21,3
Eigenkapitalquote	%	43,7%	53,0%	38,5%	41,8%	39,9%	45,2%	50,9%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	1,6	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	3,9	5,2	6,1	9,2	9,2	9,2	9,2
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	1,3	1,9	3,7	4,6	5,6	5,5	6,5
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,7	0,8	0,8	1,1	-0,1	1,0	1,3
Rückstellungen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	9,2	8,2	20,8	24,8	26,6	23,1	20,1
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	8,3	7,3	19,2	23,2	25,2	21,4	18,2
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	1,3	1,1	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,4	0,3	0,7	0,8	0,6	0,8	1,0
Tage	d	17	13	16	16	16	16	16
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	17,0	18,1	34,5	43,4	45,1	43,1	41,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016*	2017*	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
AKTIVA								
Anlagevermögen	%	83,0%	73,5%	76,7%	65,3%	72,8%	72,6%	71,2%
Immaterielle Vermögensgegenstände	%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sachanlagen	%	75,0%	62,9%	75,0%	64,2%	71,8%	71,5%	70,0%
Grundstücke	%	6,4%	5,8%	3,0%	2,4%	2,3%	2,4%	2,5%
Technische Anlagen	%	64,3%	53,0%	66,5%	56,2%	62,5%	62,2%	60,8%
Andere Anlagen	%	4,2%	3,6%	2,3%	2,7%	3,9%	3,9%	3,8%
Geleistete Anzahlungen	%	0,2%	0,5%	3,3%	2,8%	3,0%	3,0%	2,9%
Finanzanlagen	%	7,9%	10,5%	1,4%	1,1%	1,0%	1,1%	1,1%
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	2,0%	2,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	3,6%	6,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Beteiligungen	%	0,2%	0,2%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	1,1%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wertpapiere des Anlagevermögens	%	0,9%	0,8%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umlaufvermögen	%	15,9%	25,2%	21,6%	33,4%	25,9%	26,0%	27,3%
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	%	0,0%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	0,5%	0,7%	1,3%	1,2%	0,9%	1,3%	1,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	0,6%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
Sonstige Forderungen	%	1,0%	2,8%	1,9%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%
Kasse	%	13,8%	20,9%	17,8%	30,3%	23,4%	22,9%	23,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,1%	1,3%	1,3%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016*	2017*	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
PASSIVA								
Eigenkapital	%	43,7%	53,0%	38,5%	41,8%	39,9%	45,2%	50,9%
Gezeichnetes Kapital	%	9,2%	9,5%	5,2%	4,7%	4,5%	4,7%	4,8%
Kapitalrücklage	%	22,9%	28,4%	17,7%	21,2%	20,4%	21,4%	22,0%
Gewinnrücklagen	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Gewinn-Verlustvortrag	%	7,5%	10,7%	10,8%	10,5%	12,5%	12,8%	15,6%
Jahresüberschuss	%	3,9%	4,3%	2,4%	2,5%	-0,3%	2,4%	3,1%
Rückstellungen	%	2,4%	2,0%	1,4%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%
Steuerrückstellungen	%	0,8%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	1,7%	1,9%	1,4%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%
Verbindlichkeiten	%	53,9%	45,0%	60,2%	57,1%	59,0%	53,6%	47,9%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	48,7%	40,3%	55,6%	53,4%	55,8%	49,7%	43,5%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	2,2%	1,8%	2,0%	1,7%	1,3%	2,0%	2,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	2,9%	2,9%	2,6%	2,0%	1,9%	2,0%	2,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

Cashflow-Statement, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016*	2017*	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,7	0,8	1,4	1,5	-0,2	1,5	1,8
Abschreibungen	EUR Mio.	1,4	1,7	3,1	3,5	3,8	4,3	4,8
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	-0,1	-0,4	-0,1	0,2	-0,2	-0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	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.	0,0	-0,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	0,1
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,3	-0,1	0,4	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.	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	2,2	1,9	4,2	5,1	3,7	5,9	6,7
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,8	0,5	1,4	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.	-4,4	-1,4	-17,6	-5,5	-8,3	-2,8	-3,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,1	0,2	9,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-5,3	-0,7	-6,3	-5,4	-8,3	-2,8	-3,3
Free Cashflow	EUR Mio.	-3,1	1,1	-2,2	-0,4	-4,6	3,1	3,3
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	1,4	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,9	3,1	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	2,8	-0,9	3,2	4,0	2,0	-3,8	-3,2
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,6	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.	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	3,3	0,3	3,6	7,4	2,0	-3,8	-3,2
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,2	1,5	1,4	7,0	-2,6	-0,7	0,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	2,3	2,3	4,8	6,2	13,2	10,5	9,9
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	2,3	3,8	6,2	13,2	10,5	9,9	10,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

Auf einen Blick I, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016*	2017*	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	8,0	8,8	15,3	16,4	12,7	18,4	21,4
Rohertrag	EUR Mio.	7,4	8,3	14,2	15,1	11,7	17,0	19,8
EBITDA	EUR Mio.	2,3	2,7	5,3	6,0	4,1	6,9	7,7
EBIT	EUR Mio.	0,9	1,0	2,2	2,5	0,3	2,5	2,9
EBT	EUR Mio.	0,9	1,0	1,8	2,1	-0,2	2,0	2,5
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,7	0,8	1,4	1,5	-0,2	1,5	1,8
Anzahl Mitarbeiter		57,3	97,6	162,4	117,6	117,6	157,6	87,6
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	7,70	13,49	25,60	19,70	15,70	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	5,00	6,86	11,80	11,50	8,00	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	6,31	9,72	17,01	16,08	13,35	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	6,91	12,05	18,30	14,90	10,00	10,00	10,00
EPS	EUR	0,43	0,45	0,47	0,53	-0,06	0,51	0,63
BVPS	EUR	4,73	5,57	7,45	8,99	8,90	9,64	10,55
CFPS	EUR	1,41	1,08	2,34	2,50	1,84	2,91	3,30
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							18,30
Performance bis Kursziel	%							83,0%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	29,4%	30,4%	34,4%	36,7%	32,2%	37,3%	36,1%
EBIT-Marge	%	11,7%	11,1%	14,1%	15,4%	2,0%	13,6%	13,6%
EBT-Marge	%	11,4%	11,8%	11,9%	12,8%	-1,8%	10,8%	11,4%
Netto-Marge	%	8,4%	8,8%	8,9%	9,3%	-1,3%	8,1%	8,6%
FCF-Marge	%	-39,1%	12,9%	-14,2%	-2,1%	-36,2%	16,9%	15,6%
ROE	%	9,0%	8,1%	10,3%	8,4%	-1,0%	7,6%	8,6%
NWC/Umsatz	%	-2,4%	-0,5%	-0,4%	-0,2%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	139,3	90,5	94,4	139,7	108,4	116,7	244,9
Pro-Kopf-EBIT	EUR	16,3	10,0	13,3	21,5	2,2	15,9	33,3
Capex/Umsatz	%	-55,6%	-16,1%	-114,9%	-33,2%	-65,5%	-15,1%	-15,5%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	14,6%	10,7%	73,5%	7,2%	-22,4%	44,3%	16,6%
Rohertrag	%	18,5%	11,7%	71,4%	6,7%	-22,7%	45,8%	16,5%
EBITDA	%	39,8%	14,7%	96,2%	14,2%	-31,9%	66,9%	12,8%
EBIT	%	91,0%	4,8%	121,3%	17,0%	-89,8%	869,6%	16,3%
EBT	%	111,8%	13,7%	76,1%	15,3%	n/a	n/a	23,6%
Nettoergebnis	%	109,7%	16,4%	74,6%	12,7%	n/a	n/a	23,6%
EPS	%	109,7%	5,8%	4,9%	11,5%	n/a	n/a	23,6%
CFPS	%	129,5%	-23,4%	116,8%	6,9%	-26,4%	58,2%	13,4%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

Auf einen Blick II, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016*	2017*	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	12,8	11,4	25,9	27,9	32,4	30,8	29,3
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	1,3	1,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	2,7	4,6	7,4	14,5	11,7	11,2	11,4
Eigenkapital	EUR Mio.	7,4	9,6	13,3	18,2	18,0	19,5	21,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	9,6	8,5	21,2	25,3	27,1	23,6	20,5
EK-Quote	%	43,7%	53,0%	38,5%	41,8%	39,9%	45,2%	50,9%
Gearing	%	80,1%	36,5%	98,1%	55,2%	81,3%	59,2%	38,4%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Asset Turnover	x	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5
EBITDA-ICR	x	12,3	13,0	10,1	11,7	6,8	11,8	15,6
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	1.568	1.725	1.781	2.021	2.021	2.021	2.021
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	12,1	23,3	45,6	39,8	31,7	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	7,8	11,8	21,0	23,2	16,2	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	9,9	16,8	30,3	32,5	27,0	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	10,8	20,8	32,6	30,1	20,2	20,2	20,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	5,9	3,5	13,0	10,0	14,6	11,5	8,2
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.	18,0	26,8	58,6	49,8	46,4	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	13,8	15,3	34,0	33,3	30,8	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	15,8	20,3	43,3	42,5	41,6	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	16,8	24,3	45,6	40,1	34,8	31,7	28,4
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	2,26	3,03	3,82	3,03	3,64	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,73	1,74	2,22	2,02	2,42	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,98	2,29	2,83	2,59	3,27	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,10	2,75	2,98	2,44	2,73	1,73	1,32
EV/EBITDA Hoch	x	7,7	10,0	11,1	8,3	11,3	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	5,9	5,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	6,8	7,5	8,2	7,1	10,1	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,2	9,0	8,6	6,7	8,5	4,6	3,7
EV/EBIT Hoch	x	19,3	27,4	27,1	19,7	179,1	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	14,8	15,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	17,0	20,8	20,0	16,8	160,8	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	18,0	24,9	21,1	15,9	134,6	12,6	9,7
KGV Hoch	x	18,0	29,9	54,0	37,3	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	11,7	15,2	24,9	21,8	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	14,8	21,5	35,9	30,4	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	16,2	26,7	38,6	28,2	n/a	19,5	15,8
KBV Schlusskurs	x	1,5	2,2	2,5	1,7	1,1	1,0	0,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TY
Umsatz	EUR Mio.	12,7	18,4	21,4	24,3	26,6	28,3	29,4	30,0	30,4	30,6	30,8	30,9	31,1	31,2	31,4	31,5
YoY	%	-22,4%	44,3%	16,6%	13,2%	9,6%	6,3%	3,8%	2,2%	1,2%	0,8%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
EBIT	EUR Mio.	0,3	2,5	2,9	3,3	3,7	3,9	4,1	4,2	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7
EBIT-Marge	%	2,0%	13,6%	13,6%	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%	14,1%	14,2%	14,3%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	15,0%	15,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuern	EUR Mio.	0,1	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
Steuerquote (τ)	%	-22,1%	19,8%	21,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	0,3	2,0	2,3	2,5	2,8	2,9	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
Reinvestment	EUR Mio.	-4,5	1,6	1,5	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
FCFF	EUR Mio.	-4,1	3,6	3,8	2,3	2,5	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2
WACC	%	4,8%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	95,4%	91,0%	86,7%	82,7%	78,7%	74,9%	71,3%	67,8%	64,4%	61,2%	58,1%	55,1%	52,3%	49,6%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-4,1	3,4	3,5	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	2,3%															
Terminal Cost of capital	%	5,5%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	21,5															
in % des Enterprise Value	%	45,8%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	2,8															
in % des Enterprise Value	%	5,9%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	22,7															
in % des Enterprise Value	%	48,4%															
Enterprise Value	EUR Mio.	47,0															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-23,2															
Liquidität	EUR Mio.	13,2															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	36,9															
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	2,0															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR Mio.	18,30															

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)
01.04.2020/07:30 Uhr	EUR 18,30/EUR 10,00	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8
05.12.2019/08:15 Uhr	EUR 25,60/EUR 15,00	Buy, Gültigkeit 12 Monate	8
22.11.2019/09:45 Uhr	EUR 26,00/EUR 14,50	Buy, Gültigkeit 12 Monate	8
03.09.2019/07:45 Uhr	EUR 26,00/EUR 14,40	Buy, Gültigkeit 12 Monate	8
01.07.2019/09:25 Uhr	EUR 26,00/EUR 14,10	Buy, Gültigkeit 12 Monate	8
28.05.2019/10:30 Uhr	EUR 26,70/EUR 17,90	Buy, Gültigkeit 12 Monate	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.

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 31.03.2020 um 20:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 10,00.