

# MGI plc

Reuters: M8GG.DE

Bloomberg: M8G:GR

## Barkapitalerhöhung um 8,0 Mio. neue Aktien

Media and Games Invest (kurz MGI, vorher blockescence) hat kurzfristig eine wertpapierprospektfreie Barkapitalerhöhung durchgeführt. Der sich aus der Kapitalerhöhung ergebende Bruttoemissionserlös in Höhe von EUR 9,2 Mio. soll zur Aufstockung der Beteiligung an gamigo und zur Finanzierung weiterer Übernahmen in den Kerngeschäftsfeldern Media und Gaming genutzt werden. Wir errechnen beim Ergebnis bzw. Buchwert je Aktie einen Verwässerungseffekt in Höhe von 11,4% bzw. 6,6%. Ohne Einbeziehung der aus der Kapitalerhöhung finanzierten Ertragseffekte u. a. aus der Anteilsaufstockung an gamigo ermitteln wir aus unserem dreiphasigen DCF-Entity-Modell auf Basis der neuen Aktienanzahl ein adjustiertes Kursziel von EUR 1,70 je Aktie (Base Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 1,32 ergibt sich im Base Case-Szenario auf Sicht von 24 Monaten ein von uns erwartetes Kurspotenzial von 28,8%. Wir bekräftigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der Media and Games Invest plc.

### Bezugsrechtsfreie Kapitalerhöhung um 8,0 Mio. Aktien

Heute wurde bekannt, dass Media and Games Invest eine Barkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts durchgeführt hat. Dabei wurden bis zu 8,0 Mio. neue Aktien zu einem Bezugskurs von EUR 1,15 je Aktie platziert. Die Anzahl ausstehender Aktien steigt damit auf 70,0 Mio. von bislang 62,0 Mio. an. Die neuen Aktien wurden institutionellen Investoren in einer Privatplatzierung im Rahmen eines Accelerated Bookbuilding-Verfahrens angeboten. Angabe gemäß war die Kapitalerhöhung überzeichnet.

Bemerkenswert ist aus unserer Sicht, dass der Vorstandsvorsitzende Westermann an der Kapitalerhöhung teilgenommen und damit eine Verwässerung seiner Anteile vermieden hat.

### Verwässerungseffekte der Kapitalerhöhung

Ohne Einbeziehung des aus der Kapitalerhöhung finanzierten Wachstums liegt der entstehende Verwässerungseffekt beim Ergebnis bzw. Buchwert je Aktie 2019e nach unserer Berechnung bei 11,4% bzw. 6,6%.

### Aufnahme von Fremdkapital im Volumen von EUR 15,0 Mio.

Darüber hinaus wurde Fremdkapital mit einem Gesamtvolumen von EUR 15 Mio. eingeworben. Dieses besteht aus zwei Tranchen: Zum einen wurde ein dreijähriges Darlehen in Höhe von EUR 10,0 Mio. und einem Zinssatz von 5,5% abgeschlossen, zum anderen eine Working Capital-Fazilität von bis zu EUR 5,0 Mio. bei zweijähriger Laufzeit und einem Zinssatz von 6,75%. Mit den Erlösen der Kapitalerhöhung und dem Darlehen sollen Angabe gemäß die Aufstockung der Beteiligung an gamigo und weitere Akquisitionen in den Bereichen Media und Gaming finanziert werden, die WC-Linie soll zur Finanzierung des organischen Wachstums genutzt werden.

**Rating:** Buy **Risiko:** Hoch  
**Kurs:** EUR 1,32  
**Kursziel:** EUR 1,70 (nach KE)

WKN/ISIN: A1JGT0/MT0000580101

Indizes: -

Transparenzlevel: Freiverkehr Frankfurt (Basic Board)

Gewichtete Anzahl Aktien (basic): 70,0 Mio. (nach KE)

Marktkapitalisierung: EUR 92,4 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~50.000 Stück

Q3/2019: 30.09.2019

EUR Mio. (31/12)	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	32,6	86,8	108,8	129,6
EBITDA	8,6	11,1	20,7	33,8
EBIT	2,3	0,4	7,9	18,8
EBT	0,7	-2,7	4,9	16,0
EAT	1,6	-1,9	3,5	11,2

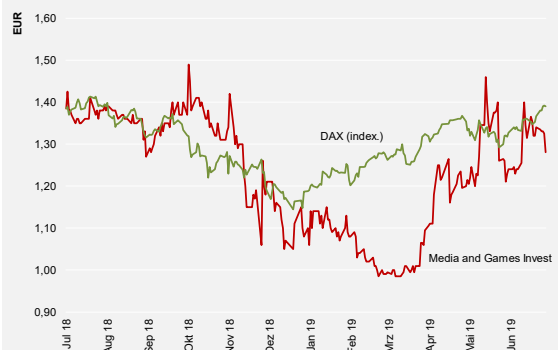
% der Umsätze	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	27%	13%	19%	26%
EBIT	7%	0%	7%	15%
EBT	2%	-3%	5%	12%
EAT	5%	-2%	3%	9%

Je Aktie (EUR)	2018	2019e	2020e	2021e
EPS	0,07	-0,01	0,02	0,06
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,12	1,11	1,13	1,18
Cashflow	0,08	0,29	0,31	0,42

%	2018	2019e	2020e	2021e
EK-Quote	67%	57%	57%	58%
Gearing	24%	25%	24%	20%

x	2018	2019e	2020e	2021e
KGV	15,0	n/a	75,7	23,6
EV/Umsatz	6,0	2,6	2,1	1,8
EV/EBIT	84,2	n/a	28,8	12,2
KBV	1,0	1,2	1,2	1,1

EUR Mio.	2019e	2020e	2021e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a	n/a
Guidance: EBIT	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

**Unlängst wurde die Umfirmierung von blockescence in Media and Games Invest plc im maltesischen Handelsregister eingetragen und damit vollzogen. Im Lichte der Umbenennung ist auch die vor kurzem angekündigte Übernahme von AppLift und deren Tochtergesellschaft PubNative zu sehen, die nach unserer Einschätzung weitergehende Synergie- und Skaleneffekte mit sich bringen wird als dies bislang vom Kapitalmarkt wahrgenommen wurde: Zum einen, weil AppLift und PubNative nach unserer Einschätzung führend im globalen Markt für Mobile Advertising sind, zum anderen, weil die Übernahmen nicht nur gut zum bisherigen Beteiligungsportfolio passen, sondern auch aufgrund des gewählten Kaufpreisarrangements unmittelbar wertschöpfend sind.**

### **USP im wachsendem Mobile Customer Acquisition-Markt**

Der Erwerb der Berliner AppLift GmbH und deren 89%iger Tochtergesellschaft PubNative hat nach unserer Einschätzung weiterreichende Skalen- und Synergieeffekte als dies vom Kapitalmarkt bislang wahrgenommen wurde.

#### **AppLift und ...**

AppLift ist ein Mobile-Performance-Netzwerk, das App-Entwickler (also der „Demand-Side“) bei der Neukundenakquisition durch den Einsatz von Mobile Advertising unterstützt. Für diese Dienstleistung erhält AppLift eine performanceabhängige Vergütung, die zum Beispiel je installierter Anwendung veranschlagt wird. Nach eigenen Angaben steht AppLift mit zahlreichen führenden Publishern in Kontakt und hat technologisch eine führende Rolle im Bereich Automatisierung und Analyse inne. Dieser zuletzt genannte Aspekt ist deswegen von besonderer Relevanz, weil hierdurch die Effizienz von Werbekampagnen gemessen und dadurch der „schlechte“ Traffic aussortiert werden kann.

#### **... PubNative mit komplementären Geschäftsmodellen**

Demgegenüber konzentriert sich die Tochtergesellschaft PubNative auf die „Supply-Side“ und ermöglicht es dadurch App-Publishern, sich über die von PubNative betriebene Plattform an die Demand-Quellen anzubinden und so ihre Reichweiten zu monetarisieren. Für diese Dienstleistung erhält PubNative einen Anteil an den Einnahmen der Publisher. Nach eigenen Angaben hat PubNative in der Prozessautomatisierung eine führende Rolle inne.

#### **Skalierungs- und Synergieeffekte**

Beide Geschäftsmodelle führen nach unserer Einschätzung zu erheblichen Skalierungs- und Synergievorteilen. Synergien entstehen nach unserer Einschätzung dabei nicht nur auf der Umsatzseite, etwa im Bereich der Internationalisierung und der Kundengewinnung, sondern auch auf der Kostenseite, zum Beispiel in den Bereichen Technik und Organisation. Auch bei der Vermarktung der gamigo-Spiele sehen wir erhebliche Synergieeffekte.

#### **Anpassung des Kursziels um die gestiegene Aktienzahl**

Nach der Meldung über die Kapitalerhöhung haben wir unser dreistufiges Discounted Cashflow-Entity-Modell überarbeitet. Dieses ist, angesichts des kapitalintensiven, langfristig ausgerichteten Geschäftsmodells, aus unserer Sicht das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien der Media and Games Invest plc. Die Anteilsaufstockung an gamigo und deren mögliche Ertragseffekte haben wir dabei noch nicht in unser Modell miteinbezogen.

Wir errechnen einen unveränderten Enterprise Value von EUR 340,4 Mio. Aus diesem werden 54,6% über den Terminal Value abgeleitet, 50,6% bzw. -5,3% aus den in der

Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Nach Abzug der Minderheitsanteile an gamigo und der Nettoverschuldung von EUR 13,2 Mio. (per Ende 2018) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 131,9 Mio. Wir legen unserem Kursziel eine voll verwässerte Anzahl an Aktien zugrunde und errechnen einen Wert von EUR 1,70 je Aktie. Angesichts des von uns auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurssteigerungspotenzials (nach erfolgter Durchführung der Kapitalerhöhung) von 28,8% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Media and Games Invest plc.

**TABELLE 1: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Terminal Cost of capital	%	5,5%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	186,0
in % des Enterprise Value	%	54,6%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-17,9
in % des Enterprise Value	%	-5,3%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	172,3
in % des Enterprise Value	%	50,6%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>340,4</b>
Anteile Dritter	EUR Mio.	-195,3
Finanzschulden	EUR Mio.	-17,7
Excess Cash	EUR Mio.	4,4
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>131,9</b>
Anzahl Aktien	Mio.	77,5
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>1,70</b>

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 1,70 je Aktie wären die Aktien von Media and Games Invest mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 2: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER MEDIA AND GAMES INVEST-AKTIE**

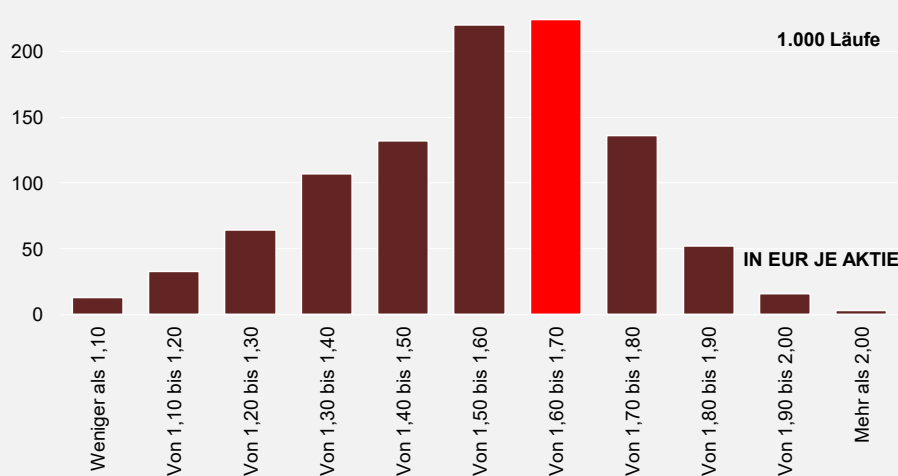
		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
KGV	x	n/a	75,7x	23,6x	n/a	97,5x	30,4x
EV/Umsatz	X	2,6x	2,1x	1,8x	2,9x	2,3x	2,0x
EV/EBIT	X	n/a	28,8x	12,2x	n/a	32,2x	13,6x
KBV	X	1,2x	1,2x	1,1x	1,5x	1,5x	1,4x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

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 77,2 Mio. bzw. über EUR 162,0 Mio. bzw. von unter EUR 1,00 und über EUR 2,10 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können.

ABBILDUNG 1: MONTE CARLO-SIMULATION (1.000 LÄUFE)



Die Szenarioanalyse basiert auf den unserem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden.

Zu sehen ist ein linksschiefes-rechtssteiles Histogramm mit einem Modus zwischen EUR 1,60 und EUR 1,70 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Downside-Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Downside-Risiken: **(1)** Überwiegende Bezugnahme auf das IP Dritter, **(2)** Abhängigkeiten von einzelnen Onlinespielen, **(3)** Währungsrisiken im Translationsbereich, **(4)** Risiken aus externem Wachstum, **(5)** Abhängigkeiten vom Management, **(6)** hohe Kapitalintensität und lange Kapitalbindung.

### Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Media and Games Invest in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** die angekündigte Aufstockung der Beteiligung am Spiele-Publisher gamigo, **(2)** Meldungen über eine anhaltend verbesserte Ertragsentwicklung gegenüber den Vorjahren, **(3)** eine rückläufige Nettoverschuldung des Unternehmens, **(4)** weitere strategische Übernahmeaktivitäten in den Zielmärkten.

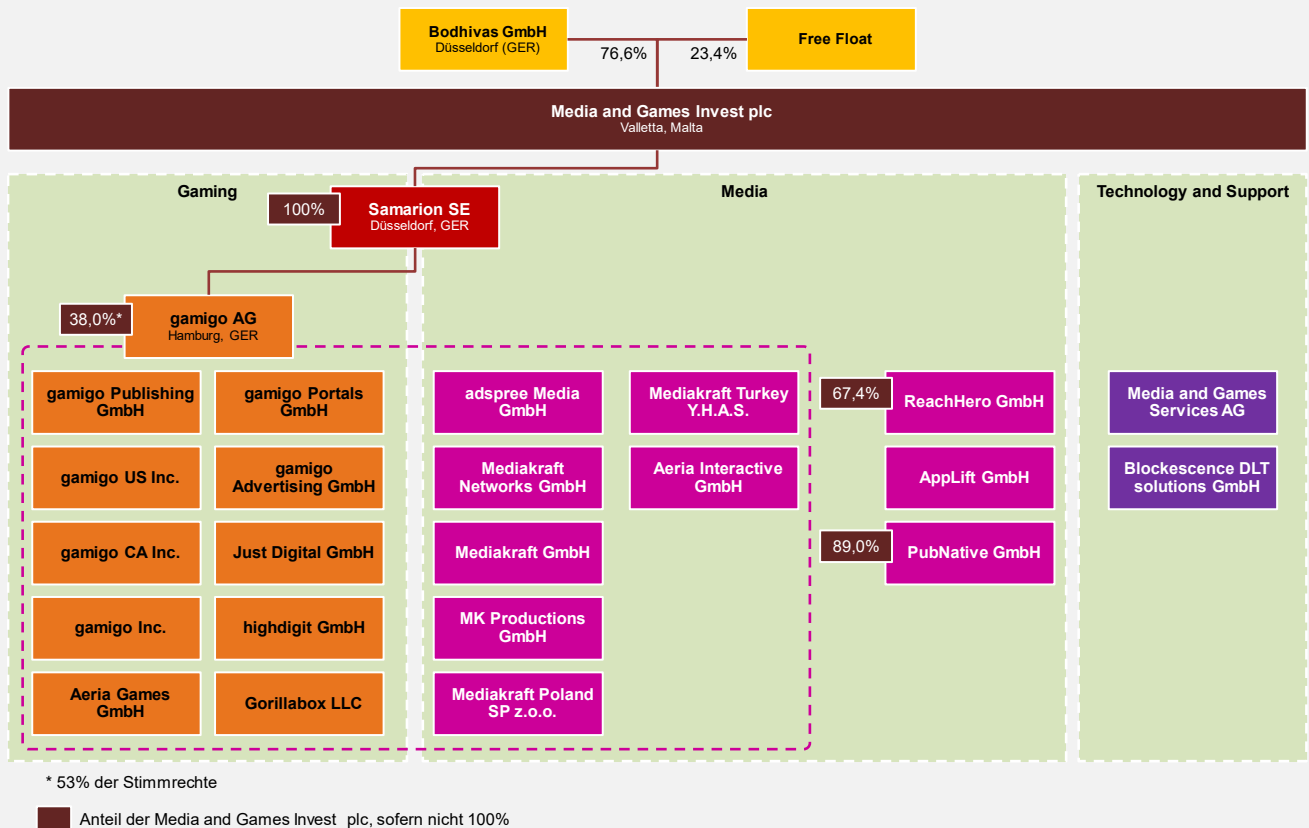
Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

### Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf Media und Gaming

Media and Games Invest ist eine Holdinggesellschaft, die Beteiligungen in den Bereichen Media und Gaming erwirbt und diese im Sinne eines „buy, integrate, build & improve“-Prinzips weiterentwickelt.

Geschäftsmodell im Überblick

ABBILDUNG 2: ORGANIGRAMM MEDIA AND GAMES INVEST (VORMALS BLOCKESCEANCE)



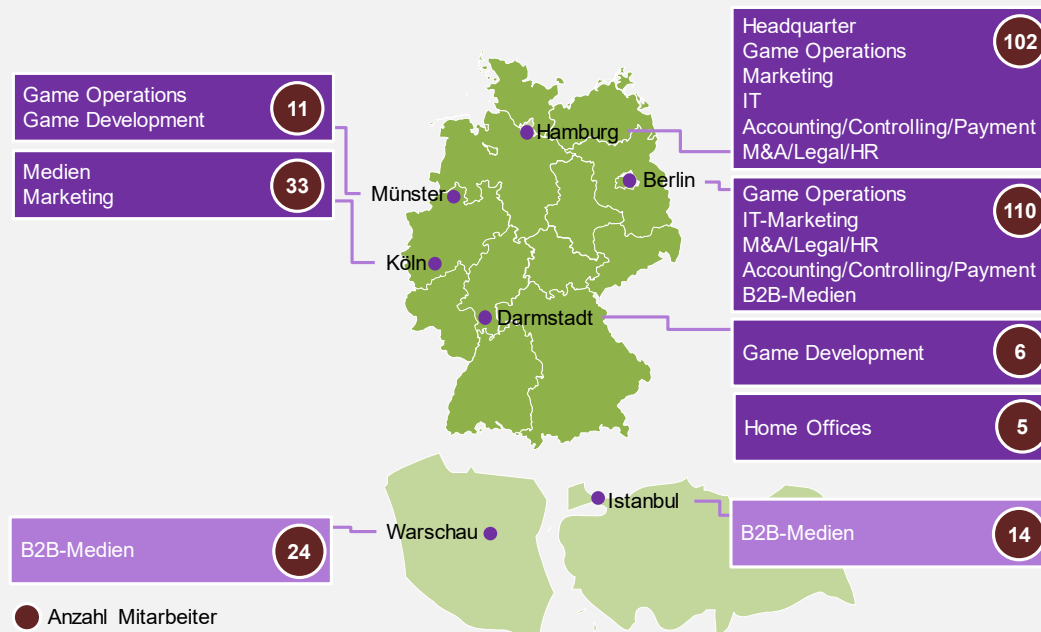
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Wichtigste Beteiligung von Media and Games Invest: gamigo

Die wichtigste Beteiligung von Media and Games Invest ist die gamigo AG. Mit 1.390.000 regelmäßigen Spielern (Monthly Average Users, kurz MAU) in den Top 10-MMOGs und mehr als 250 (Stand August 2018) Mitarbeitern in Hamburg (Headquarter), Berlin, Köln, Münster, Darmstadt, Warschau, Istanbul, Chicago und Seoul ist gamigo Angaben gemäß einer der führenden Anbieter von Online- und Mobile-Spielen in Europa und Nordamerika.

gamigo lizenziert, betreibt und vermarktet Online- und Mobile-Spiele – Client-Games (für die Spieler eine Software installieren müssen) sowie Browser-Games (ohne erforderliche Software-Installation, da die Spiele ausschließlich im Web-Browser gespielt werden) – bevorzugt aus dem Segment der sogenannten Massively Multiplayer Online Games („MMOGs“). Dabei handelt es sich um Videospiele, die von sehr vielen (häufig mehreren tausend) Spielern gleichzeitig über das Internet gespielt werden können. Typischerweise interagieren und kommunizieren die Spieler untereinander, schließen sich zu Gemeinschaften (sog. Gilden oder Clans) zusammen und entwickeln dabei die virtuelle Welt weiter fort.

ABBILDUNG 3: EUROPÄISCHE STANDORTE VON GAMIGO



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Aufgrund der großen Anzahl von Mitspielern, die zu den unterschiedlichsten Zeiten am MMOG teilnehmen, werden MMOGs meist über mehrere Monate oder sogar Jahre gespielt. Daher zählen MMOGs zu den sogenannten „Core Games“, die im Gegensatz zu den ebenfalls von gamigo angebotenen „Casual Games“ – einfachen (Denk-, Spaß- und Rate-) Spielen, die oft nur für kurze Zeit gespielt werden, – einen erheblich größeren Zeitaufwand der Spieler beanspruchen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-2021e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>32,6</b>	<b>86,8</b>	<b>108,8</b>	<b>129,6</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25,3%	19,1%
YoY	EUR Mio.	n/a	0,6	1,0	31,0	54,2	22,0	20,8
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	2,8	5,3	7,8	10,3
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>35,4</b>	<b>92,1</b>	<b>116,6</b>	<b>139,9</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	26,6%	20,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	n/a	-0,7	-3,6	-12,7	-26,7	-23,2	-19,6
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	-35,9%	-29,0%	-19,9%	-14,0%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>22,7</b>	<b>65,4</b>	<b>93,4</b>	<b>120,3</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	42,8%	28,7%
YoY	EUR Mio.	n/a	-0,1	-1,9	24,7	42,7	28,0	26,8
in % der Gesamtleistung	%	n/a	-14,1%	n/a	64,1%	71,0%	80,1%	86,0%
Personalaufwand	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-10,4	-28,7	-34,2	-38,4
in % der Gesamtleistung	%	n/a	0,0%	0,0%	-29,5%	-31,1%	-29,3%	-27,5%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	n/a	-1,3	-3,6	-10,1	-32,4	-45,4	-55,2
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	-28,6%	-35,1%	-39,0%	-39,5%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	n/a	3,0	0,8	6,5	6,7	6,9	7,1
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	48,3%	18,4%	7,3%	5,9%	5,1%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>1,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>8,6</b>	<b>11,1</b>	<b>20,7</b>	<b>33,8</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	28,3%	86,5%	63,3%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	24,4%	12,0%	17,7%	24,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-0,8	-1,0
Amortisation	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-6,1	-10,0	-12,0	-14,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>1,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>2,3</b>	<b>0,4</b>	<b>7,9</b>	<b>18,8</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-81,5%	n/a	n/a
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	6,6%	0,5%	6,7%	13,4%
Zinsergebnis	EUR Mio.	n/a	-0,4	-1,6	-1,6	-3,1	-2,9	-2,8
Übrige finanzielle Aufwendungen und Erträge	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>1,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>16,0</b>
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	1,9%	-2,9%	4,2%	11,4%
Steuern	EUR Mio.	n/a	1,3	0,4	0,9	0,8	-1,4	-4,8
in % des EBT	%	n/a	n/a	-6,1%	n/a	-29,0%	-29,0%	-30,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>2,5</b>	<b>-6,2</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>3,5</b>	<b>11,2</b>
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	4,5%	-2,1%	3,0%	8,0%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	n/a	-0,1	0,0	-0,9	1,2	-2,3	-7,3
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	n/a	0,0	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aufgebener Geschäftsbereiche	EUR Mio.	n/a	-0,1	0,0	3,7	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	n/a	40,8	40,8	59,9	70,0	70,0	70,0
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>n/a</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,06</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Aktiva), 2015-2021e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>220,0</b>	<b>248,1</b>	<b>256,1</b>	<b>264,2</b>
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	0,5	0,6	4,2	4,6	5,1	5,6
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	n/a	1,1	0,8	0,0	20,0	25,0	30,0
Geschäfts- oder Firmenwerte	EUR Mio.	n/a	0,3	0,0	204,1	204,1	204,1	204,1
At Equity bewertete Anteile	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,1	5,4	5,9	6,5	7,1
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Ertragssteuern	EUR Mio.	n/a	0,1	0,8	6,4	13,3	15,3	17,2
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>76,5</b>	<b>95,5</b>	<b>16,3</b>	<b>44,3</b>	<b>45,4</b>	<b>52,9</b>
Vorräte	EUR Mio.	n/a	71,0	92,3	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO	d	n/a	36.424	9.183	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	4,1	2,6	11,8	31,0	36,2	42,3
DSO	d	n/a	2.371	600	130	128	120	118
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	n/a	1,5	0,4	4,4	13,3	9,2	10,6
Zum Verkauf stehende Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	19,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>97,5</b>	<b>98,8</b>	<b>236,3</b>	<b>292,4</b>	<b>301,5</b>	<b>317,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Bilanz (Passiva), 2015-2021e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>46,2</b>	<b>40,0</b>	<b>158,5</b>	<b>167,9</b>	<b>171,4</b>	<b>182,6</b>
EK-Quote	%	n/a	47,4%	40,4%	67,1%	57,4%	56,8%	57,6%
Grundkapital	EUR Mio.	n/a	40,8	40,8	59,9	70,0	70,0	70,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	4,3	5,5	5,5	5,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	n/a	-0,8	1,4	2,9	2,9	2,2	3,4
Konzerngewinn	EUR Mio.	n/a	2,2	-5,7	0,0	-0,7	1,2	3,9
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsverluste	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	n/a	4,0	3,5	91,3	90,1	92,4	99,6
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>43,9</b>	<b>23,2</b>	<b>24,4</b>	<b>40,1</b>	<b>45,5</b>	<b>51,3</b>
Kurzfristige Finanzschulden	EUR Mio.	n/a	37,7	17,0	3,6	3,6	3,6	3,6
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	n/a	0,9	1,1	9,2	22,7	27,6	32,8
DPO	d	n/a	547	256	101	94	91	91
Ertragssteuerschulden	EUR Mio.	n/a	0,0	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Kurzfristige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	4,3	3,3	6,7	6,9	7,1	7,3
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	4,7	5,1	5,3	5,5
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,9	0,7	0,0	1,5	1,7	1,8
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>7,4</b>	<b>35,6</b>	<b>53,4</b>	<b>84,4</b>	<b>84,7</b>	<b>83,3</b>
Langfristige Finanzschulden	EUR Mio.	n/a	0,0	28,0	24,9	35,9	31,9	27,9
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,1	14,1	14,0	13,8	13,7
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	n/a	7,4	7,4	14,4	34,5	39,0	41,8
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>97,5</b>	<b>98,8</b>	<b>236,3</b>	<b>292,4</b>	<b>301,5</b>	<b>317,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-2021e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	n/a	2,1%	3,3%	93,1%	84,9%	84,9%	83,3%
Sachanlagevermögen	%	n/a	0,5%	0,6%	1,8%	1,6%	1,7%	1,8%
Immaterielles Vermögen	%	n/a	1,1%	0,9%	0,0%	6,8%	8,3%	9,5%
Geschäfts- oder Firmenwerte	%	n/a	0,3%	0,0%	86,4%	69,8%	67,7%	64,4%
At Equity bewertete Anteile	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Finanzanlagen	%	n/a	0,0%	0,1%	2,3%	2,0%	2,2%	2,2%
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Vermögenswerte	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	n/a	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Ertragssteuern	%	n/a	0,2%	0,9%	2,7%	4,5%	5,1%	5,4%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	n/a	78,5%	96,7%	6,9%	15,1%	15,1%	16,7%
Vorräte	%	n/a	72,8%	93,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	n/a	4,2%	2,7%	5,0%	10,6%	12,0%	13,3%
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	%	n/a	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	%	n/a	1,5%	0,4%	1,9%	4,6%	3,0%	3,4%
Zum Verkauf stehende Vermögenswerte	%	n/a	19,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-2021e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	n/a	<b>47,4%</b>	<b>40,4%</b>	<b>67,1%</b>	<b>57,4%</b>	<b>56,8%</b>	<b>57,6%</b>
Grundkapital	%	n/a	41,8%	41,3%	25,3%	24,0%	23,2%	22,1%
Kapitalrücklage	%	n/a	0,0%	0,0%	1,8%	1,9%	1,8%	1,7%
Gewinnrücklagen	%	n/a	-0,9%	1,4%	1,2%	1,0%	0,7%	1,1%
Konzerngewinn	%	n/a	2,3%	-5,8%	0,0%	-0,2%	0,4%	1,2%
Bilanzverlust/-gewinn	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Währungsverluste	%	n/a	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	n/a	4,1%	3,6%	38,6%	30,8%	30,6%	31,4%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	n/a	<b>45,0%</b>	<b>23,5%</b>	<b>10,3%</b>	<b>13,7%</b>	<b>15,1%</b>	<b>16,2%</b>
Kurzfristige Finanzschulden	%	n/a	38,7%	17,2%	1,5%	1,2%	1,2%	1,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	n/a	1,0%	1,1%	3,9%	7,8%	9,2%	10,3%
Ertragssteuerschulden	%	n/a	0,0%	1,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Rückstellungen	%	n/a	4,4%	3,4%	2,8%	2,4%	2,3%	2,3%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	n/a	0,0%	0,0%	2,0%	1,8%	1,8%	1,7%
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	n/a	1,0%	0,7%	0,0%	0,5%	0,5%	0,6%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	n/a	<b>7,6%</b>	<b>36,0%</b>	<b>22,6%</b>	<b>28,9%</b>	<b>28,1%</b>	<b>26,3%</b>
Langfristige Finanzschulden	%	n/a	0,0%	28,4%	10,5%	12,3%	10,6%	8,8%
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	n/a	0,0%	0,1%	6,0%	4,8%	4,6%	4,3%
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	n/a	7,6%	7,5%	6,1%	11,8%	12,9%	13,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	n/a	<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								

## Cashflow-Statement, 2015-2021e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	2,5	-6,2	5,3	-1,9	3,5	11,2
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,3	6,3	10,7	12,8	15,0
Zins- und Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	n/a	0,0	0,7	1,6	3,1	2,9	2,8
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorräte	EUR Mio.	n/a	-27,6	-2,0	92,3	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-9,2	-19,2	-5,2	-6,1
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-5,5	-6,9	-2,0	-1,9
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	3,3	0,2	0,2	0,2
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	8,0	13,6	4,9	5,2
Δ Übrige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	3,8	0,5	0,2	0,2
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	7,0	20,1	4,4	2,8
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	n/a	-3,5	-0,4	-109,3	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>-28,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>4,9</b>	<b>20,2</b>	<b>21,7</b>	<b>29,4</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	4,7	0,0	-5,2	-0,7	-0,6	-0,6
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	-0,1	0,0	-209,4	-30,0	-17,0	-19,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	-0,2	-0,3	-3,9	-1,1	-1,3	-1,5
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	204,4	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>4,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-14,1</b>	<b>-31,8</b>	<b>-18,9</b>	<b>-21,1</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>-24,2</b>	<b>-7,8</b>	<b>-9,2</b>	<b>-11,6</b>	<b>2,8</b>	<b>8,2</b>
Free Cashflow-Marge	%	n/a	n/a	n/a	-28,2%	-13,4%	2,6%	6,3%
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	0,8	0,0	19,1	10,2	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	4,3	1,2	0,0	0,0
Δ Finanzschulden	EUR Mio.	n/a	23,8	8,4	-16,6	11,0	-4,0	-4,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,9	0,0	13,3	1,4	0,0	0,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-1,6	-3,1	-2,9	-2,8
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	-1,7	-5,3	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>25,6</b>	<b>6,8</b>	<b>13,1</b>	<b>20,6</b>	<b>-6,9</b>	<b>-6,8</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	1,4	-1,0	3,9	9,0	-4,1	1,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Erwerb von Zahlungsmitteln/ Zahlungsmitteläquivalente	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	0,0	1,5	0,4	4,4	13,3	9,2
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>4,4</b>	<b>13,3</b>	<b>9,2</b>	<b>10,6</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick I, 2015-2021e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	n/a	0,6	1,6	32,6	86,8	108,8	129,6
Rohertrag	EUR Mio.	n/a	-0,1	-2,0	22,7	65,4	93,4	120,3
EBITDA	EUR Mio.	n/a	1,6	-4,9	8,6	11,1	20,7	33,8
EBIT	EUR Mio.	n/a	1,6	-4,9	2,3	0,4	7,9	18,8
EBT	EUR Mio.	n/a	1,2	-6,6	0,7	-2,7	4,9	16,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	2,5	-6,2	1,6	-1,9	3,5	11,2
Anzahl Mitarbeiter		n/a	n/a	n/a	316	322	328	334
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	n/a	2,42	1,20	1,60	1,46		
Kurs Tief	EUR	n/a	0,09	0,84	1,05	0,99		
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	1,14	1,03	1,28	1,16		
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	1,09	1,09	1,11	1,32	1,32	1,32
EPS	EUR	n/a	0,05	-0,14	0,07	-0,01	0,02	0,06
BVPS	EUR	n/a	1,03	0,89	1,12	1,11	1,13	1,18
CFPS	EUR	n/a	-0,70	-0,18	0,08	0,29	0,31	0,42
Dividende	EUR	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							<b>1,70</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>28,8%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)</b>								
EBITDA-Marge	%	n/a	268,1%	-306,9%	26,5%	12,8%	19,0%	26,1%
EBIT-Marge	%	n/a	268,1%	-306,9%	7,1%	0,5%	7,2%	14,5%
EBT-Marge	%	n/a	196,7%	-416,6%	2,1%	-3,1%	4,5%	12,3%
Netto-Marge	%	n/a	406,8%	-391,3%	4,8%	-2,2%	3,2%	8,6%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	-492,9%	-28,2%	-13,4%	2,6%	6,3%
ROE	%	n/a	5,4%	-15,5%	1,0%	-1,1%	2,0%	6,1%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	n/a	n/a	n/a	103	270	332	388
Pro-Kopf-EBIT	EURk	n/a	n/a	n/a	7,4	1,3	24,0	56,3
Capex/Umsatz	%	n/a	33,5%	17,4%	11,9%	1,2%	1,2%	1,2%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	166,1%	25,3%	19,1%
Rohertrag	%	n/a	n/a	n/a	n/a	188,1%	42,8%	28,7%
EBITDA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	28,3%	86,5%	63,3%
EBIT	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-81,5%	n/a	139,2%
EBT	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	225,6%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	221,0%
EPS	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	221,0%
CFPS	%	n/a	n/a	-73,8%	n/a	249,4%	7,6%	35,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2015-2021e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	2,0	3,3	220,0	248,1	256,1	264,2
Umlaufvermögen	EUR Mio.	n/a	95,5	95,5	16,3	44,3	45,4	52,9
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	46,2	40,0	158,5	167,9	171,4	182,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	51,3	58,8	77,8	124,5	130,1	134,6
EK-Quote	%	n/a	47,4%	40,4%	67,1%	57,4%	56,8%	57,6%
Gearing	%	n/a	80,5%	113,7%	24,0%	24,8%	24,4%	19,9%
Working Capital	EUR Mio.	n/a	74,1	1,5	2,6	8,2	8,6	9,5
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1,000	n/a	40.800	40.800	59.850	70.020	70.020	70.020
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	98,7	49,0	95,8	102,2		
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	3,7	34,3	62,8	69,3		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	46,5	42,0	76,6	81,2		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	44,5	44,5	66,4	92,4	92,4	92,4
Nettoverschuldung	EUR Mio.	n/a	37,2	45,4	38,1	41,6	41,7	36,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	n/a	4,0	3,5	91,3	90,1	92,4	99,6
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	140,0	97,9	225,2	233,9		
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	44,9	83,2	192,2	201,0		
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	87,8	91,0	206,0	212,9		
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	85,7	93,4	195,8	224,1	226,5	228,4
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	227,60	61,85	6,90	2,69	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	73,03	52,57	5,89	2,32	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	142,69	57,46	6,32	2,45	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	139,37	59,01	6,00	2,58	2,08	1,76
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	84,9	n/a	26,0	21,1	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	27,2	n/a	22,2	18,1	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	53,2	n/a	23,8	19,2	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	52,0	n/a	22,7	20,2	10,9	6,8
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	52,0	n/a	84,2	520,6	28,8	12,2
KGV Hoch	x	n/a	44,2	n/a	21,7	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	1,6	n/a	14,2	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	20,8	n/a	17,3	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	19,9	n/a	15,0	n/a	75,7	23,6
KBV Schlusskurs	x	n/a	1,1	1,2	1,0	1,2	1,2	1,1
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	15,5	4,0	n/a	n/a
FCF-Yield	%	n/a	-54,4%	-17,5%	-13,8%	-12,6%	3,0%	8,9%
Dividendenrendite	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TY
<b>Umsatz</b>	%	<b>86,8</b>	<b>108,8</b>	<b>129,6</b>	<b>149,5</b>	<b>166,6</b>	<b>179,6</b>	<b>188,3</b>	<b>193,6</b>	<b>196,7</b>	<b>198,5</b>	<b>199,8</b>	<b>200,9</b>	<b>201,9</b>	<b>202,9</b>	<b>203,9</b>	<b>205,0</b>
YoY	EUR Mio.	166,1%	25,3%	19,1%	15,4%	11,4%	7,8%	4,9%	2,8%	1,6%	0,9%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>0,4</b>	<b>7,9</b>	<b>18,8</b>	<b>23,9</b>	<b>29,1</b>	<b>34,0</b>	<b>38,5</b>	<b>42,4</b>	<b>46,0</b>	<b>49,4</b>	<b>52,6</b>	<b>55,9</b>	<b>59,2</b>	<b>62,5</b>	<b>65,8</b>	<b>61,5</b>
EBIT-Marge	EUR Mio.	0,5%	7,2%	14,5%	16,0%	17,5%	18,9%	20,4%	21,9%	23,4%	24,9%	26,3%	27,8%	29,3%	30,8%	32,3%	30,0%
Steuern	EUR Mio.	0,8	-1,4	-4,8	-6,2	-7,5	-8,8	-9,9	-11,0	-11,9	-12,8	-13,7	-14,5	-15,4	-16,2	-17,1	16,0
Steuerquote (τ)	%	-180,2%	18,1%	25,5%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	-26,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	<b>1,2</b>	<b>6,4</b>	<b>14,0</b>	<b>17,7</b>	<b>21,6</b>	<b>25,2</b>	<b>28,5</b>	<b>31,4</b>	<b>34,1</b>	<b>36,6</b>	<b>39,0</b>	<b>41,4</b>	<b>43,8</b>	<b>46,2</b>	<b>48,7</b>	<b>77,5</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-26,7	-6,4	-7,0	-2,0	-2,0	-1,7	-1,4	-0,9	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-7,0
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>-25,5</b>	<b>0,0</b>	<b>7,0</b>	<b>15,7</b>	<b>19,6</b>	<b>23,5</b>	<b>27,2</b>	<b>30,5</b>	<b>33,5</b>	<b>36,2</b>	<b>38,7</b>	<b>41,2</b>	<b>43,6</b>	<b>46,0</b>	<b>48,5</b>	<b>70,5</b>
WACC	%	10,4%	10,4%	10,4%	9,9%	9,4%	8,9%	8,5%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,5%	5,5%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	90,6%	82,0%	74,3%	67,6%	61,7%	56,7%	52,3%	48,4%	45,0%	42,1%	39,5%	37,3%	35,4%	33,5%	31,8%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-23,1</b>	<b>0,0</b>	<b>5,2</b>	<b>10,6</b>	<b>12,1</b>	<b>13,3</b>	<b>14,2</b>	<b>14,8</b>	<b>15,1</b>	<b>15,2</b>	<b>15,3</b>	<b>15,4</b>	<b>15,4</b>	<b>15,4</b>	<b>15,4</b>	
Terminal Cost of capital	%	5,5%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	186,0															
in % des Enterprise Value	%	54,6%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-17,9															
in % des Enterprise Value	%	-5,3%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	172,3															
in % des Enterprise Value	%	50,6%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>340,4</b>															
Anteile Dritter	EUR Mio.	-195,3															
Finanzschulden	EUR Mio.	-17,7															
Excess Cash	EUR Mio.	4,4															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>131,9</b>															
Anzahl Aktien	Mio.	77,5															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>1,70</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:	Aktueller Kurs/Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
05.07.2019/13:55 Uhr	EUR 1,22/EUR 1,70	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 2, 8
13.06.2019/09:30 Uhr	EUR 1,26/EUR 1,90	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
08.05.2019/15:30 Uhr	EUR 1,18/EUR 1,70	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
05.04.2019/08:30 Uhr	EUR 1,05/EUR 1,80	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
28.02.2019/09:00 Uhr	EUR 1,01/EUR 1,70	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
07.12.2018/09:05 Uhr	EUR 1,15/EUR 1,70	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
24.10.2018/08:10 Uhr	EUR 1,36/EUR 1,70	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
15.10.2018/08:40 Uhr	EUR 1,39/EUR 1,50	Hold, Gültigkeit 12 Monate	1; 2; 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 05.07.2019 um 12:30 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 1,22.