

# MGI plc

Reuters: M8GG.DE

Bloomberg: M8G:GR

## Fast vollständige Übernahme von gamigo

MGI erwirbt knapp 1,1 Mio. gamigo-Aktien und erhöht damit seine Beteiligungsquote an dem MMOG-Publisher auf 98,1% von derzeit 52,6%. Der Kaufpreis setzt sich aus einer Bar- und einer Kapitalkomponente zusammen. Die Barkomponente von EUR 16,5 Mio. soll aus einem langfristigen Bankdarlehen in Höhe von EUR 10 Mio. (Zinssatz 5,5%) und frei verfügbarer Liquidität in Höhe von EUR 6,5 Mio. beglichen werden. Die Kapitalkomponente beträgt bis zu 18,2 Mio. MGI-Aktien. Bei einem Kurs zum Zeitpunkt der Bekanntgabe von EUR 1,09 je MGI-Aktie errechnet sich folglich ein Transaktionsvolumen für das gamigo-Aktienpaket von bis zu EUR 36,3 Mio.

Die Übernahme erfolgt nach unserer Einschätzung zu ausgesprochen attraktiven Multiples. Zum 30.09.2019 berichtete gamigo Umsätze (LTM) in Höhe von EUR 56,4 Mio. (+32,8% YoY) und ein EBITDA (LTM) von EUR 15,8 Mio. (+71,9% YoY). Der Kaufpreis für die nun erworbenen Anteile der bereits zuvor vollkonsolidierten Tochter entspricht damit dem 5,1-fachen EBITDA (LTM) bzw. dem 1,41-fachen Umsatz (LTM) der gamigo und liegt signifikant unter den Computer Games-Industriemultiples von durchschnittlich 5x (EV/Umsatz LTM) bzw. 15 (EV/EBITDA LTM).

Dementsprechend ist die Aufstockung des Anteils an gamigo aus unserer Sicht unmittelbar wertschöpfend für die MGI-Aktionäre. Nach Anpassung unserer Finanzprognosen um die verringerten Minderheitsanteile sowie die zu ihrer Finanzierung erforderlichen Eigen- und Fremdkapitalkomponenten erhöht sich das aus unserem dreiphasigen DCF-Entity-Modell ermittelte Kursziel auf EUR 2,60 von bislang EUR 1,87 je Aktie (Base Case-Szenario) mit Best- und Worst-Case-Szenarien von EUR 1,80 und EUR 3,60 je Aktie. Angesichts eines im Base Case-Szenario auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurspotenzials von 126,1% bekräftigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Media and Games Invest plc.

Angabe gemäß gilt für ca. 98% der neuen Aktien eine Lock-Up-Periode von rund 25 Monaten. Mittelfristig sollen auch die verbleibenden gamigo-Aktien zu erworben werden, ggf. auch im Wege eines Squeeze-out der Minderheitsaktionäre.

TABELLE 1: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN

		2020e			2021e		
		neu	alt	Δ	alt	Δ	
Anzahl Aktien	Mio.	88,2	70,0	26,0%	88,2	70,0	26,0%
Anteile Dritter	EUR Mio.	-0,2	-4,6	-96,2%	-0,3	-9,0	-96,8%
EPS	EUR	0,11	0,07	47,9%	0,21	0,14	47,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Rating:** Buy **Risiko:** Hoch  
**Kurs:** EUR 1,15  
**Kursziel:** EUR 2,60 (bisläng EUR 1,87)

WKN/ISIN: A1JGT0/MT0000580101

Indizes: -

Transparenzlevel: Freiverkehr Frankfurt (Basic Board)

Gewichtete Anzahl Aktien: 70,0 Mio. (vor Kapitalerhöhung)

Marktkapitalisierung: EUR 80,5 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~50.000 Stück

Jahresabschluss 2019: Vorauss. Juni 2020

EUR Mio. (31/12)	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	74,8	105,7	123,0	143,6
EBITDA	15,1	27,4	40,3	49,0
EBIT	4,8	15,8	28,1	36,2
EBT	1,7	12,8	25,3	33,5
EAT	1,1	9,6	19,0	25,2

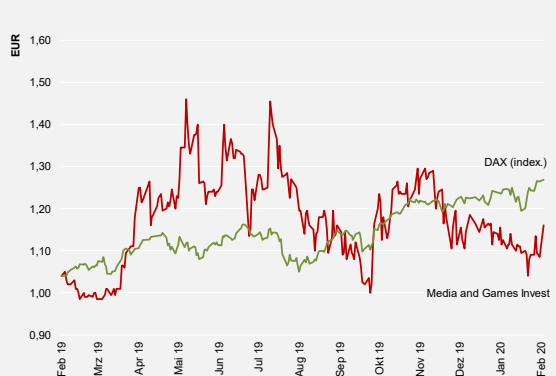
% der Umsätze	2019e	2020e	2021e	2022e
EBITDA	20%	26%	33%	34%
EBIT	6%	15%	23%	25%
EBT	2%	12%	21%	23%
EAT	2%	9%	15%	18%

Je Aktie (EUR)	2019e	2020e	2021e	2022e
EPS	0,01	0,11	0,21	0,28
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,13	1,23	1,44	1,72
Cashflow	0,34	0,35	0,38	0,47

%	2019e	2020e	2021e	2022e
EK-Quote	61%	56%	59%	62%
Gearing	25%	36%	23%	8%

x	2019e	2020e	2021e	2022e
KGV	n/a	10,7	5,4	4,1
EV/Umsatz	2,9	2,0	1,6	1,2
EV/EBIT	44,3	13,7	7,1	4,8
KBV	1,0	0,9	0,8	0,7

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

TABELLE 2: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

			<b>Kommentar</b>
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	6,3%	Synthetisches B Rating mit 10% RR und Default Spread 520 bps
Terminal Cost of Capital	%	5,5%	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	88,7	Bei durchschnittlicher jährlicher Wachstumsrate von 0,5%
in % des Enterprise Value	%	30,2%	
Barwerte Cashflow Detailplanung (2020e-23e)	EUR Mio.	23,2	Durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 22,4% unterstellt
in % des Enterprise Value	%	7,9%	
Barwerte Cashflow Grobplanung (2024e-33e)	EUR Mio.	182,2	Durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 3,4% unterstellt
in % des Enterprise Value	%	61,9%	
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>294,1</b>	
Minderheitsanteile	EUR Mio.	-6,0	Berücksichtigung der 2%igen Minderheitsanteile an gamigo
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-66,1	Daten zum 31.12.2020e
Liquidität	EUR Mio.	7,6	Daten zum 31.12.2020e
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>229,6</b>	
Anzahl Aktien (voll verwässert)	Mio.	88,2	Nach erfolgter Kapitalerhöhung aus der Übernahme von gamigo
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>2,60</b>	<b>Kursziel auf Sicht von 24 Monaten</b>

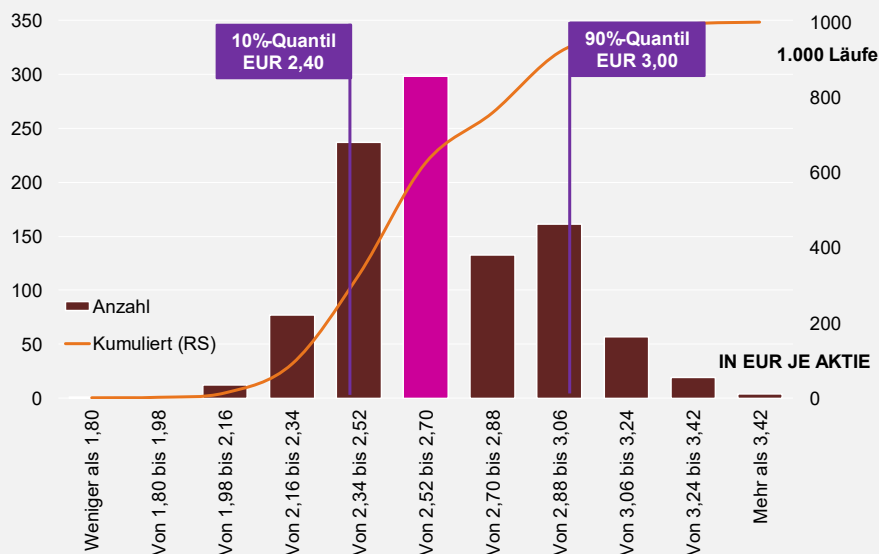
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**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.

Monte-Carlo-Simulation mit Kurszielen zwischen EUR 1,80 und EUR 3,60 je Aktie

ABBILDUNG 1: MONTE CARLO-SIMULATION



Zu sehen ist ein Histogramm, mit einem Modus zwischen EUR 2,52 und EUR 2,70 je Aktie. Die 10%- bzw. 90%-Quantile liegen bei EUR 2,40 bzw. EUR 3,00 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Aus der Monte Carlo-Simulation wird ersichtlich, dass Equity Values von unter EUR 158,8 Mio. bzw. über EUR 317,6 Mio. bzw. von unter EUR 1,80 und über EUR 3,60 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können.

### 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 2,60 je Aktie wären die Aktien von MGI mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 3: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER MGI-AKTIE							
		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
KGV	x	10,7x	5,4x	4,1x	24,3x	12,3x	9,3x
EV/Umsatz	x	2,0x	1,6x	1,2x	3,3x	2,7x	2,1x
EV/EBIT	x	13,7x	7,1x	4,8x	21,8x	11,6x	8,4x
KBV	x	0,9x	0,8x	0,7x	2,1x	1,8x	1,5x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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 intellektuelle Eigentum Dritter, **(2)** Abhängigkeiten von einzelnen Onlinespielen, **(3)** Währungsrisiken im Translationsbereich, **(4)** Risiken aus externem Wachstum, **(5)** Abhängigkeiten vom Management, und **(6)** hohe Kapitalintensität bzw. lange Kapitalbindung.

### Katalysatoren für die Kursentwicklung

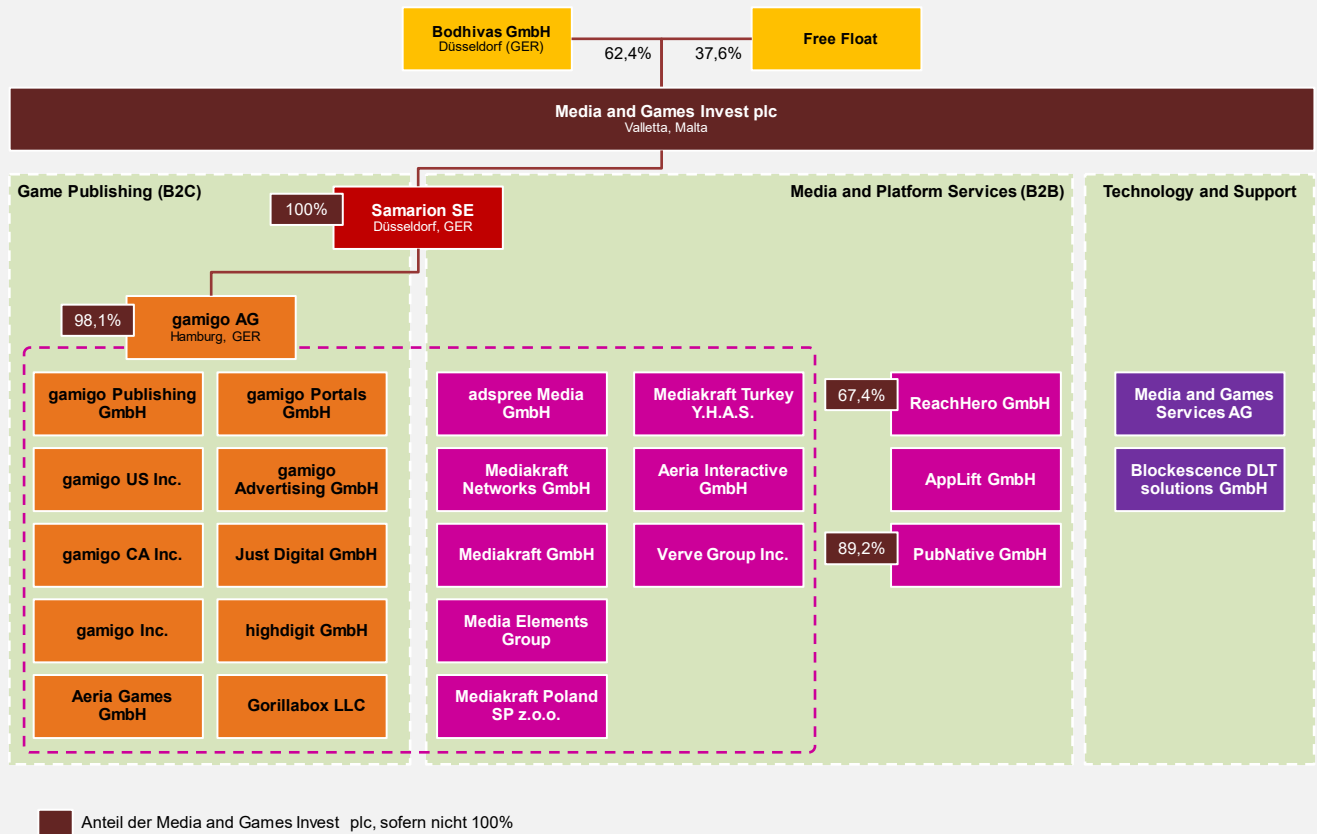
Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Media and Games Invest in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über eine anhaltend verbesserte Ertragsentwicklung gegenüber den Vorjahren, **(2)** eine rückläufige Nettoverschuldung des Unternehmens, und **(3)** weitere strategische Übernahmeaktivitäten in den Zielmärkten.

### Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf Media und Gaming

Geschäftsmodell im Überblick

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.

ABBILDUNG 2: ORGANIGRAMM MEDIA AND GAMES INVEST



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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

Die wichtigste Beteiligung von Media and Games Invest ist gamigo AG. Mit rund 5 Mio. regelmäßigen Spielern (Monthly Average Users, kurz MAU) in den Top 10-MMOGs und mehr als 350 (Stand Oktober 2019) Mitarbeitern in Hamburg (Headquarter), Berlin, Köln, Münster, Darmstadt, Warschau, Istanbul, Seoul, Redwood City, Austin, Chicago und Bellevue nahe Seattle ist gamigo Angaben gemäß einer der führenden Anbieter von Online- und Mobile-Spielen in Europa und Nordamerika.

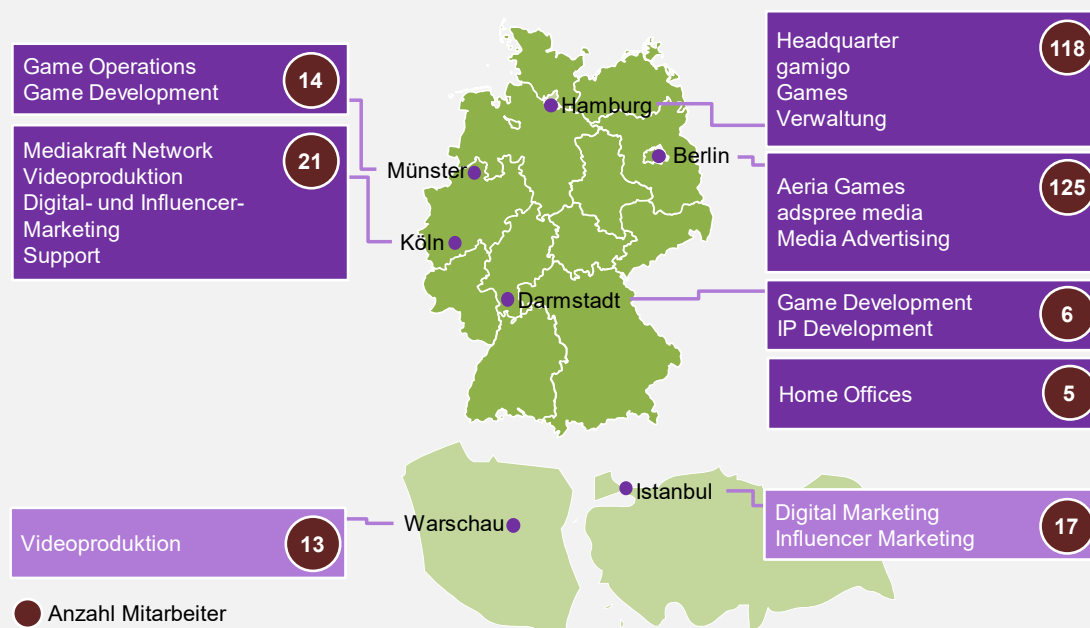
gamigo bietet mehr als 30 Online-Spiele (MMOGs) in unterschiedlichen Genres an. Sämtliche Spiele von gamigo sind Free-to-Play-Spiele. Das Angebot umfasst Ego-Shooter-Spiele, Fantasy-Rollenspiele, Aufbau-Strategiespiele, Mobile-Spiele und Casual-Games.

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) – für Handys, PC und Konsolen, 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.

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.

ABBILDUNG 3: EUROPÄISCHE STANDORTE VON GAMIGO



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

An den nicht in obiger Abbildung dargestellten Standorten in den USA (Redwood City, Austin, Chicago, New York, San Diego und Bellevue nahe Seattle) werden aktuell rund 125 Mitarbeiter beschäftigt.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2016-2022e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>32,6</b>	<b>74,8</b>	<b>105,7</b>	<b>123,0</b>	<b>143,6</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	41,3%	16,3%	16,8%
YoY	EUR Mio.	0,6	1,0	31,0	42,2	30,9	17,2	20,6
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	2,8	8,2	10,7	13,2	13,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>35,4</b>	<b>83,1</b>	<b>116,4</b>	<b>136,1</b>	<b>156,6</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	40,2%	16,9%	15,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,7	-3,6	-12,7	-17,5	-22,5	-24,0	-29,1
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	-35,9%	-21,1%	-19,3%	-17,6%	-18,6%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>22,7</b>	<b>65,6</b>	<b>94,0</b>	<b>112,1</b>	<b>127,5</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	43,3%	19,4%	13,7%
YoY	EUR Mio.	-0,1	-1,9	24,7	42,9	28,4	18,2	15,4
in % der Gesamtleistung	%	-14,1%	n/a	64,1%	78,9%	80,7%	82,4%	81,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	0,0	0,0	-10,4	-29,8	-38,3	-41,4	-44,6
in % der Gesamtleistung	%	0,0%	0,0%	-29,5%	-35,8%	-32,9%	-30,4%	-28,5%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,3	-3,6	-10,1	-27,4	-35,2	-37,5	-40,4
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	-28,6%	-33,0%	-30,2%	-27,6%	-25,8%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,0	0,8	6,5	6,7	6,9	7,1	6,4
in % der Gesamtleistung	%	n/a	48,3%	18,4%	8,1%	5,9%	5,2%	4,1%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>8,6</b>	<b>15,1</b>	<b>27,4</b>	<b>40,3</b>	<b>49,0</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	74,9%	81,1%	47,1%	21,6%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	24,4%	18,2%	23,5%	29,6%	31,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	-10,3	-11,6	-12,2	-12,8
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	-6,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>2,3</b>	<b>4,8</b>	<b>15,8</b>	<b>28,1</b>	<b>36,2</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	78,5%	28,7%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	6,6%	5,8%	13,5%	20,7%	23,1%
Zinsergebnis	EUR Mio.	-0,4	-1,6	-1,6	-3,1	-2,9	-2,8	-2,6
Übrige finanzielle Aufwendungen und Erträge	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>12,8</b>	<b>25,3</b>	<b>33,5</b>
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	1,9%	2,1%	11,0%	18,6%	21,4%
Steuern	EUR Mio.	1,3	0,4	0,9	-0,6	-3,2	-6,3	-8,4
in % des EBT	%	n/a	-6,1%	n/a	-34,4%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,5</b>	<b>-6,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>9,6</b>	<b>19,0</b>	<b>25,2</b>
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	4,5%	1,4%	8,3%	14,0%	16,1%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	-0,1	0,0	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,5
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aufgegebenener Geschäftsbereiche	EUR Mio.	-0,1	0,0	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	40,8	40,8	59,9	70,0	88,2	88,2	88,2
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,07</b>	<b>0,01</b>	<b>0,11</b>	<b>0,21</b>	<b>0,28</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Aktiva), 2016-2022e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>220,0</b>	<b>248,2</b>	<b>266,3</b>	<b>268,4</b>	<b>270,7</b>
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,5	0,6	4,2	5,0	5,5	6,1	6,7
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	1,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geschäfts- oder Firmenwerte	EUR Mio.	0,3	0,0	204,1	226,7	241,7	241,7	241,7
At Equity bewertete Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,1	5,4	7,8	8,5	9,4	10,3
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Ertragssteuern	EUR Mio.	0,1	0,8	6,4	8,7	10,4	11,1	11,8
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>76,5</b>	<b>95,5</b>	<b>16,3</b>	<b>33,4</b>	<b>25,0</b>	<b>43,5</b>	<b>68,2</b>
Vorräte	EUR Mio.	71,0	92,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO	d	36.424	9.183	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	4,1	2,6	11,8	13,8	12,8	15,2	16,6
DSO	d	2.371	600	130	66	43	45	42
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	1,9	2,0	2,1	2,2
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	2,6	2,6	2,6	2,6
Liquide Mittel	EUR Mio.	1,5	0,4	4,4	15,0	7,6	23,5	46,6
Zum Verkauf stehende Vermögenswerte	EUR Mio.	19,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>97,5</b>	<b>98,8</b>	<b>236,3</b>	<b>281,6</b>	<b>291,3</b>	<b>311,9</b>	<b>338,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2016-2022e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>46,2</b>	<b>40,0</b>	<b>158,5</b>	<b>171,1</b>	<b>164,6</b>	<b>183,6</b>	<b>208,7</b>
EK-Quote	%	47,4%	40,4%	67,1%	60,8%	56,5%	58,8%	61,6%
Grundkapital	EUR Mio.	40,8	40,8	59,9	70,0	88,2	88,2	88,2
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	4,3	5,8	7,6	7,6	7,6
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	-0,8	1,4	2,9	2,9	3,5	12,9	31,6
Konzerngewinn	EUR Mio.	2,2	-5,7	0,0	0,6	9,4	18,7	24,7
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsverluste	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	4,0	3,5	91,3	91,9	55,8	56,1	56,6
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>43,9</b>	<b>23,2</b>	<b>24,4</b>	<b>56,0</b>	<b>59,6</b>	<b>61,4</b>	<b>63,4</b>
Kurzfristige Finanzschulden	EUR Mio.	37,7	17,0	3,6	17,4	17,4	17,4	17,4
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,9	1,1	9,2	14,1	16,9	18,0	19,2
DPO	d	547	256	101	68	58	53	48
Ertragssteuerschulden	EUR Mio.	0,0	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kurzfristige Rückstellungen	EUR Mio.	4,3	3,3	6,7	16,2	16,7	17,2	17,7
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	4,7	8,0	8,3	8,5	8,8
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,9	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,4</b>	<b>35,6</b>	<b>53,4</b>	<b>54,4</b>	<b>67,2</b>	<b>66,9</b>	<b>66,8</b>
Langfristige Finanzschulden	EUR Mio.	0,0	28,0	24,9	25,9	34,9	33,9	32,9
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,1	14,1	14,0	13,8	13,7	13,5
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	7,4	7,4	14,4	14,6	18,5	19,4	20,4
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>97,5</b>	<b>98,8</b>	<b>236,3</b>	<b>281,6</b>	<b>291,3</b>	<b>311,9</b>	<b>338,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2016-2022e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>2,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>93,1%</b>	<b>88,1%</b>	<b>91,4%</b>	<b>86,1%</b>	<b>79,9%</b>
Sachanlagevermögen	%	0,5%	0,6%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%
Immaterielles Vermögen	%	1,1%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geschäfts- oder Firmenwerte	%	0,3%	0,0%	86,4%	80,5%	83,0%	77,5%	71,3%
At Equity bewertete Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Finanzanlagen	%	0,0%	0,1%	2,3%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Vermögenswerte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Ertragssteuern	%	0,2%	0,9%	2,7%	3,1%	3,6%	3,6%	3,5%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>78,5%</b>	<b>96,7%</b>	<b>6,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>8,6%</b>	<b>13,9%</b>	<b>20,1%</b>
Vorräte	%	72,8%	93,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	4,2%	2,7%	5,0%	4,9%	4,4%	4,9%	4,9%
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Liquide Mittel	%	1,5%	0,4%	1,9%	5,3%	2,6%	7,5%	13,7%
Zum Verkauf stehende Vermögenswerte	%	19,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2016-2022e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>47,4%</b>	<b>40,4%</b>	<b>67,1%</b>	<b>60,8%</b>	<b>56,5%</b>	<b>58,8%</b>	<b>61,6%</b>
Grundkapital	%	41,8%	41,3%	25,3%	24,9%	30,3%	28,3%	26,0%
Kapitalrücklage	%	0,0%	0,0%	1,8%	2,0%	2,6%	2,4%	2,2%
Gewinnrücklagen	%	-0,9%	1,4%	1,2%	1,0%	1,2%	4,1%	9,3%
Konzerngewinn	%	2,3%	-5,8%	0,0%	0,2%	3,2%	6,0%	7,3%
Bilanzverlust/-gewinn	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Währungsverluste	%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	4,1%	3,6%	38,6%	32,6%	19,2%	18,0%	16,7%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>45,0%</b>	<b>23,5%</b>	<b>10,3%</b>	<b>19,9%</b>	<b>20,4%</b>	<b>19,7%</b>	<b>18,7%</b>
Kurzfristige Finanzschulden	%	38,7%	17,2%	1,5%	6,2%	6,0%	5,6%	5,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	1,0%	1,1%	3,9%	5,0%	5,8%	5,8%	5,7%
Ertragssteuerschulden	%	0,0%	1,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Rückstellungen	%	4,4%	3,4%	2,8%	5,7%	5,7%	5,5%	5,2%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	2,0%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	1,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>7,6%</b>	<b>36,0%</b>	<b>22,6%</b>	<b>19,3%</b>	<b>23,1%</b>	<b>21,5%</b>	<b>19,7%</b>
Langfristige Finanzschulden	%	0,0%	28,4%	10,5%	9,2%	12,0%	10,9%	9,7%
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,1%	6,0%	5,0%	4,7%	4,4%	4,0%
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	7,6%	7,5%	6,1%	5,2%	6,4%	6,2%	6,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2016-2022e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Nettoergebnis	EUR Mio.	2,5	-6,2	5,3	1,1	9,6	19,0	25,2
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,3	6,3	10,3	11,6	12,2	12,8
Zins- und Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	0,0	0,7	1,6	3,1	2,9	2,8	2,6
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorräte	EUR Mio.	-27,6	-2,0	92,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-9,2	-2,0	1,0	-2,5	-1,4
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	1,1	-4,6	-0,1	-0,1	-0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	-5,5	-2,4	-1,7	-0,7	-0,7
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	3,3	9,5	0,5	0,5	0,5
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,0	0,0	8,0	5,0	2,8	1,1	1,2
Δ Übrige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	3,8	3,4	0,3	0,3	0,3
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	7,0	0,1	4,0	0,9	1,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	-3,5	-0,4	-109,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-28,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>4,9</b>	<b>23,6</b>	<b>30,8</b>	<b>33,4</b>	<b>41,2</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	4,7	0,0	-5,2	-2,4	-0,9	-0,9	-0,9
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	0,0	-209,4	-22,6	-15,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,2	-0,3	-3,9	-11,1	-12,1	-12,7	-13,4
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	204,4	0,0	-36,2	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-14,1</b>	<b>-36,1</b>	<b>-64,2</b>	<b>-13,6</b>	<b>-14,3</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-24,2</b>	<b>-7,8</b>	<b>-9,2</b>	<b>-12,5</b>	<b>-33,4</b>	<b>19,8</b>	<b>26,9</b>
Free Cashflow-Marge	%	n/a	n/a	-28,2%	-16,6%	-31,6%	16,1%	18,7%
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,8	0,0	19,1	10,2	18,2	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	4,3	1,4	1,8	0,0	0,0
Δ Finanzschulden	EUR Mio.	23,8	8,4	-16,6	14,8	9,0	-1,0	-1,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,9	0,0	13,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zinsergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	-1,6	-3,1	-2,9	-2,8	-2,6
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-1,7	-5,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,6</b>	<b>6,8</b>	<b>13,1</b>	<b>23,2</b>	<b>25,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,8</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	1,4	-1,0	3,9	10,7	-7,5	15,9	23,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Erwerb von Zahlungsmitteln/ Zahlungsmitteläquivalente	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,0	1,5	0,4	4,4	15,0	7,6	23,5
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>4,4</b>	<b>15,0</b>	<b>7,6</b>	<b>23,5</b>	<b>46,6</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick I, 2016-2022e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	0,6	1,6	32,6	74,8	105,7	123,0	143,6
Rohertrag	EUR Mio.	-0,1	-2,0	22,7	65,6	94,0	112,1	127,5
EBITDA	EUR Mio.	1,6	-4,9	8,6	15,1	27,4	40,3	49,0
EBIT	EUR Mio.	1,6	-4,9	2,3	4,8	15,8	28,1	36,2
EBT	EUR Mio.	1,2	-6,6	0,7	1,7	12,8	25,3	33,5
Nettoergebnis	EUR Mio.	2,5	-6,2	1,6	1,1	9,6	19,0	25,2
Anzahl Mitarbeiter		n/a	n/a	316	322	328	334	340
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	2,42	1,20	1,60	1,46	1,18		
Kurs Tief	EUR	0,09	0,84	1,05	0,99	1,04		
Kurs Durchschnitt	EUR	1,14	1,03	1,28	1,18	1,12		
Kurs Schlusskurs	EUR	1,09	1,09	1,11	1,15	1,15	1,15	1,15
EPS	EUR	0,05	-0,14	0,07	0,01	0,11	0,21	0,28
BVPS	EUR	1,03	0,89	1,12	1,13	1,23	1,44	1,72
CFPS	EUR	-0,70	-0,18	0,08	0,34	0,35	0,38	0,47
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							<b>2,60</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>126,1%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)</b>								
EBITDA-Marge	%	268,1%	-306,9%	26,5%	20,2%	25,9%	32,8%	34,1%
EBIT-Marge	%	268,1%	-306,9%	7,1%	6,5%	14,9%	22,9%	25,2%
EBT-Marge	%	196,7%	-416,6%	2,1%	2,3%	12,1%	20,6%	23,4%
Netto-Marge	%	406,8%	-391,3%	4,8%	1,5%	9,1%	15,5%	17,5%
FCF-Marge	%	n/a	-492,9%	-28,2%	-16,6%	-31,6%	16,1%	18,7%
ROE	%	5,4%	-15,5%	1,0%	0,7%	5,8%	10,4%	12,1%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	n/a	n/a	103	232	322	368	422
Pro-Kopf-EBIT	EURk	n/a	n/a	7,4	15,0	48,0	84,2	106,4
Capex/Umsatz	%	33,5%	17,4%	11,9%	14,9%	11,5%	10,3%	9,3%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	129,4%	41,3%	16,3%	16,8%
Rohertrag	%	n/a	n/a	n/a	188,7%	43,3%	19,4%	13,7%
EBITDA	%	n/a	n/a	n/a	74,9%	81,1%	47,1%	21,6%
EBIT	%	n/a	n/a	n/a	108,2%	225,3%	78,5%	28,7%
EBT	%	n/a	n/a	n/a	153,5%	636,9%	97,7%	32,4%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	n/a	-27,8%	742,3%	97,7%	32,4%
EPS	%	n/a	n/a	n/a	-88,4%	n/a	98,3%	31,7%
CFPS	%	n/a	-73,8%	n/a	309,8%	3,5%	8,4%	23,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2016-2022e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	2,0	3,3	220,0	248,2	266,3	268,4	270,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	95,5	95,5	16,3	33,4	25,0	43,5	68,2
Eigenkapital	EUR Mio.	46,2	40,0	158,5	171,1	164,6	183,6	208,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	51,3	58,8	77,8	110,4	126,8	128,4	130,2
EK-Quote	%	47,4%	40,4%	67,1%	60,8%	56,5%	58,8%	61,6%
Gearing	%	80,5%	113,7%	24,0%	24,7%	35,6%	22,6%	8,3%
Working Capital	EUR Mio.	74,1	1,5	2,6	-0,3	-4,1	-2,8	-2,6
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien (basic)	1,000	40.800	40.800	59.850	70.020	88.220	88.220	88.220
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	98,7	49,0	95,8	102,2			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	3,7	34,3	62,8	69,3			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	46,5	42,0	76,6	82,6			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	44,5	44,5	66,4	80,5	101,5	101,5	101,5
Nettoverschuldung	EUR Mio.	37,2	45,4	38,1	42,2	58,5	41,5	17,2
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	4,0	3,5	91,3	91,9	55,8	56,1	56,6
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	140,0	97,9	225,2	236,3			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	44,9	83,2	192,2	203,4			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	87,8	91,0	206,0	216,7			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	85,7	93,4	195,8	214,6	215,8	199,1	175,3
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	227,60	61,85	6,90	3,16	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	73,03	52,57	5,89	2,72	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	142,69	57,46	6,32	2,90	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	139,37	59,01	6,00	2,87	2,04	1,62	1,22
EV/EBITDA Hoch	x	84,9	n/a	26,0	15,6	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	27,2	n/a	22,2	13,5	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	53,2	n/a	23,8	14,3	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	52,0	n/a	22,7	14,2	7,9	4,9	3,6
EV/EBIT Schlusskurs	x	52,0	n/a	84,2	44,3	13,7	7,1	4,8
KGV Hoch	x	44,2	n/a	21,7	170,3	11,0	n/a	n/a
KGV Tief	x	1,6	n/a	14,2	115,5	9,7	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	20,8	n/a	17,3	137,7	10,5	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	19,9	n/a	15,0	134,2	10,7	5,4	4,1
KBV Schlusskurs	x	1,1	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	15,5	3,5	3,2	n/a	n/a
FCF-Yield	%	-54,4%	-17,5%	-13,8%	-15,5%	-33,0%	19,5%	26,5%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TY
<b>Umsatz</b>	%	<b>105,7</b>	<b>123,0</b>	<b>143,6</b>	<b>167,9</b>	<b>189,0</b>	<b>205,1</b>	<b>216,1</b>	<b>222,7</b>	<b>226,5</b>	<b>228,7</b>	<b>230,2</b>	<b>231,5</b>	<b>232,7</b>	<b>233,8</b>	<b>235,0</b>
YoY	EUR Mio.	41,3%	16,3%	16,8%	17,0%	12,6%	8,5%	5,3%	3,1%	1,7%	1,0%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>15,8</b>	<b>28,1</b>	<b>36,2</b>	<b>44,4</b>	<b>50,1</b>	<b>54,6</b>	<b>57,7</b>	<b>59,7</b>	<b>61,0</b>	<b>61,8</b>	<b>62,4</b>	<b>63,0</b>	<b>63,6</b>	<b>64,1</b>	<b>54,0</b>
EBIT-Marge	EUR Mio.	14,9%	22,9%	25,2%	26,4%	26,5%	26,6%	26,7%	26,8%	26,9%	27,0%	27,1%	27,2%	27,3%	27,4%	23,0%
Steuern	EUR Mio.	-3,2	-6,3	-8,4	-10,5	-12,2	-13,7	-14,9	-15,9	-16,7	-17,4	-18,1	-18,8	-19,6	-20,3	-17,1
Steuerquote (τ)	%	20,3%	22,5%	23,2%	23,6%	24,3%	25,0%	25,8%	26,6%	27,3%	28,2%	29,0%	29,9%	30,8%	31,7%	31,7%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	<b>12,6</b>	<b>21,8</b>	<b>27,8</b>	<b>33,9</b>	<b>37,9</b>	<b>40,9</b>	<b>42,8</b>	<b>43,9</b>	<b>44,3</b>	<b>44,4</b>	<b>44,3</b>	<b>44,2</b>	<b>44,0</b>	<b>43,8</b>	<b>36,9</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-48,8	-2,8	-1,8	-2,2	-2,3	-2,1	-1,6	-1,1	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-3,4
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>-36,3</b>	<b>19,0</b>	<b>26,0</b>	<b>31,6</b>	<b>35,7</b>	<b>38,9</b>	<b>41,2</b>	<b>42,7</b>	<b>43,6</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>43,9</b>	<b>43,8</b>	<b>43,5</b>	<b>33,6</b>
WACC	%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	90,5%	81,9%	74,1%	67,1%	61,0%	55,7%	51,1%	47,1%	43,6%	40,5%	37,9%	35,6%	33,6%	31,8%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-32,8</b>	<b>15,6</b>	<b>19,3</b>	<b>21,2</b>	<b>21,7</b>	<b>21,6</b>	<b>21,0</b>	<b>20,1</b>	<b>19,0</b>	<b>17,8</b>	<b>16,7</b>	<b>15,6</b>	<b>14,7</b>	<b>13,8</b>	
Terminal Cost of capital	%	5,5%														
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	88,7														
in % des Enterprise Value	%	30,2%														
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	23,2														
in % des Enterprise Value	%	7,9%														
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	182,2														
in % des Enterprise Value	%	61,9%														
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>294,1</b>														
Anteile Dritter	EUR Mio.	-6,0														
Finanzschulden	EUR Mio.	-66,1														
Excess Cash	EUR Mio.	7,6														
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>229,6</b>														
Anzahl Aktien (voll verwässert)	Mio.	88,2														
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>2,60</b>														

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

**Disclaimer**

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

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

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

**Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen, Finanzportale und per 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 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:	Aktueller Kurs/Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
18.02.2020/10:45 Uhr	EUR 1,13/EUR 2,60	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 2, 8
23.01.2020/13:10 Uhr	EUR 1,14/EUR 1,87	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 2, 8
10.10.2019/16:30 Uhr	EUR 1,10/EUR 1,80	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 2, 8
01.10.2019/17:40 Uhr	EUR 1,06/EUR 1,80	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 2, 8
19.09.2019/11:15 Uhr	EUR 1,10/EUR 1,80	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
23.07.2019/13:15 Uhr	EUR 1,35/EUR 1,80	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
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

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

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

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

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

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

**Erklärung Compliance**

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

**Informationsquellen**

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

**Erklärung der Ersteller der Studien**

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

Diese Studie wurde am 18.02.2020 um 10:30 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 1,13.