

# Nexway AG

Reuters: A5AB.GF

Bloomberg: A5AB GR EQU

## Einer der führenden Merchant-Service-Provider

Wir nehmen die Aktien von Nexway mit einem Buy-Rating erneut in unsere Research Coverage auf. Unser präferiertes Bewertungsverfahren für Nexway ist ein dreistufiges Discounted Cashflow-Entity-Modell, aus dem wir ein Kursziel von EUR 39,10 errechnen. In einer Monte Carlo-Analyse, in der wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt haben, ergeben sich Best-Case- und Worst-Case-Werte des Eigenkapitals von EUR 44,90 bzw. von EUR 31,50 je Aktie. Die Ergebnisse haben wir anhand eines Economic-Profit-Wertschöpfungsverfahrens überprüft, aus dem wir ein Kursziel von EUR 43,10 je Aktie ermittelt haben.

Kerngeschäft von Nexway ist die Erstellung und der Betrieb von Online-Shops, mit deren Hilfe Endkunden der weltweite Download digitaler Produkte wie Software oder Online-Spiele von kleinen bis mittleren, jedoch in der Regel global tätigen Unternehmen direkt von deren Website ermöglicht wird. Seit dem Reverse Takeover durch asknet Ende 2018 ist Nexway zu einem der führenden, global tätigen Anbieter derartiger Internet-Downloaddienstleistungen für Dritte aufgestiegen. Insbesondere die bislang ausschließliche Ausrichtung auf Softwareentwickler ist nach der Fusion einer wesentlich breiteren Aufstellung gewichen, in die Onlinespieleentwickler, HW-Hersteller, Einzelhändler und Service Provider nicht nur einbezogen wurden, sondern darin auch eine erhebliche Rolle spielen. Nexway bietet die vollständige Wertschöpfungskette des Downloads digitaler Produkte an, beginnend mit der Erstellung eines individualisierten Onlineshops, der sich aus Sicht der Internetuser nahtlos in die Corporate Identity oder den bestehenden Webauftritt des Herstellers einfügt, über die Abwicklung der im Onlineshop getätigten Produktverkäufe auf von Nexway unterhaltenen Servern – in eigenem Namen und auf eigene Rechnung –, bis hin zu einer Reihe nachgelagerter Dienstleistungen wie den telefonischen Kundenservice, Cross-Selling-Angebote oder KI-gestützte Marketingdienstleistungen, mit deren Hilfe der Traffic auf den Webseiten gesteigert werden soll. Nexway unterstützt zahlreiche Währungen, Sprachen und Zahlungsmethoden, die ein kleines oder mittelgroßes Unternehmen selbst kaum anbieten könnte. Zudem erhalten die Unternehmen durch den Direktvertrieb über den Online-Shop erstmals Zugang zu ihren Kunden, was ihnen innovative Vertriebs- und Kundenbindungsstrategien ermöglicht.

Neben dem Download-Outsourcing für Dritte erstellt Nexway im Bereich Academics Beschaffungsportale für Universitäten, Hochschulen und Forschungseinrichtungen, über welche berechnete User Softwareprodukte zu meist günstigeren Konditionen als im Stand-Alone-Fall erwerben.

**Rating:** Buy **Risiko:** Hoch  
**Kurs:** EUR 22,80  
**Kursziel:** EUR 39,10

WKN / ISIN: A2E370 / DE000A2E3707

Indizes: -

Transparenzlevel: Freiverkehr Frankfurt

Gewichtete Anzahl Aktien: 0,654 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 14,9 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 500 Stück

H1/2019: Vorauss. September 2019

EUR Mio. (31.12.)	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	85,8	210,8	255,4	306,9
EBITDA	-0,3	-0,2	3,0	6,6
EBIT	-1,9	-1,6	1,3	4,7
EBT	-1,9	-1,6	1,3	4,8
EAT	-1,8	-1,2	1,0	3,6

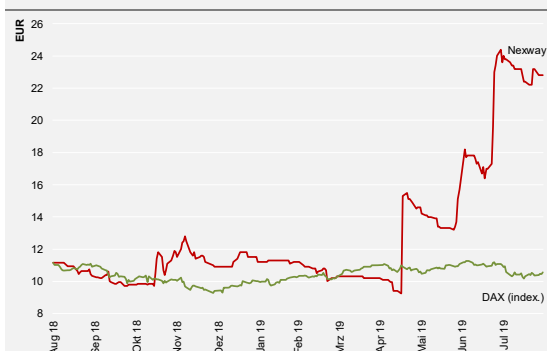
% Rohertrag	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	-2,7%	-0,9%	10,8%	19,6%
EBIT	-19,7%	-7,6%	4,6%	14,0%
EBT	-19,8%	-7,6%	4,7%	14,0%
EAT	-19,4%	-5,5%	3,5%	10,5%

Je Aktie (EUR)	2018	2019e	2020e	2021e
EPS	-3,26	-1,82	1,50	5,45
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	2,35	0,15	1,65	7,11
Cashflow	-0,17	-1,59	4,10	8,32

%	2018	2019e	2020e	2021e
EK-Quote	11,9%	1,0%	8,8%	27,2%
Gearing	-15%	-15%	-7%	-6%

x	2018	2019e	2020e	2021e
KGV	n/a	n/a	15,2	4,2
EV/Umsatz	0,07	0,07	0,06	0,05
EV/EBITDA	n/a	n/a	11,4	3,1
KBV	4,6	n/a	13,8	3,2

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

# Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	3
Nexway in Bildern	4
Wert des Eigenkapitals EUR 39,10 je Aktie	8
Outsourcing des Downloads digitaler Produkte	18
Zusammenschluss von Nexway und asknet	25
Unternehmensgeschichte, Management, Aktionärsstruktur und Unternehmensstrategie	26
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	29
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen	32
Gewinn- und Verlustrechnung	38
Bilanz	40
Bilanz (normalisiert)	44
Cashflow-Statement	48
Auf einen Blick	50
Discounted Cashflow-Bewertung	54
Disclaimer	55

**Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.**

# Executive Summary

## Geschäftsmodell von Nexway

Mit dem Reverse Takeover durch asknet hat Nexway nach unserer Einschätzung eine notwendige kritische Größe erreicht, um durch eine wesentlich verbesserte Marktpräsenz und ein breiteres Produktspektrum in den kommenden Jahren deutliche zweistellige Umsatzwachstumsraten zu erzielen und nachhaltige Gewinne zu erwirtschaften. Wir rechnen damit, dass Nexway bis zum Jahr 2021e, in dem das Ende unserer Detailplanungsphase markiert wird, die Erlöse auf EUR 306,9 Mio. steigern wird. Dies entspricht einer organischen, durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzern Erlöse für den Zeitraum 2019e-21e von 20,7%. Darüber hinaus erwarten wir konstante Materialaufwandsquoten verbunden mit erheblichen Synergieeffekten beim Personal, so dass die Ertragslage ab dem kommenden Jahr deutlich profitieren sollte. Dementsprechend rechnen wir bis 2021e mit einem Anstieg des operativen Ergebnisses (EBIT) auf EUR 4,7 Mio., woraus sich für das unverschuldete Unternehmen ein Ergebnis je Aktie von EUR 5,45 ableiten lässt.

## Kursziel EUR 39,10 – Aufnahme der Coverage mit einem Buy-Rating

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals auf der Basis eines dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Entity-Modells (Primärbewertungsmethode) und anhand eines Wertschöpfungsmodells (Sekundärbewertungsmethode). Aus dem von uns favorisierten DCF-Modell errechnet sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 25,6 Mio. bzw. – bei 0,654 Mio. Stück Aktien – von EUR 39,10 je Aktie (Base-Case-Szenario). Best-Case- und Worst-Case-Werte des Eigenkapitals, die wir anhand einer Monte-Carlo-Sensitivitätsanalyse ermittelt haben, liegen bei EUR 29,4 Mio. bzw. EUR 20,6 Mio., entsprechend EUR 44,90 bzw. von EUR 31,50 je Aktie. Zur Überprüfung der Ergebnisse des DCF-Modells haben wir ein Economic-Profit-Wertschöpfungsmodell erstellt, bei dem wir davon ausgehen, dass eine faire Bewertung des Unternehmens frühestens dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den damit verbundenen Kapitalkosten entspricht. Unter Zugrundelegung dieses Bewertungsverfahrens ergeben sich für Nexway auf Basis unserer Kapital- und Ertragsschätzungen Werte des Eigenkapitals von EUR 28,2 Mio. bzw. von EUR 43,10 je Aktie. Die aus dem Wertschöpfungsverfahren abgeleiteten Unternehmenswerte liegen damit über denen unseres langfristig angelegten intrinsischen DCF-Verfahrens.

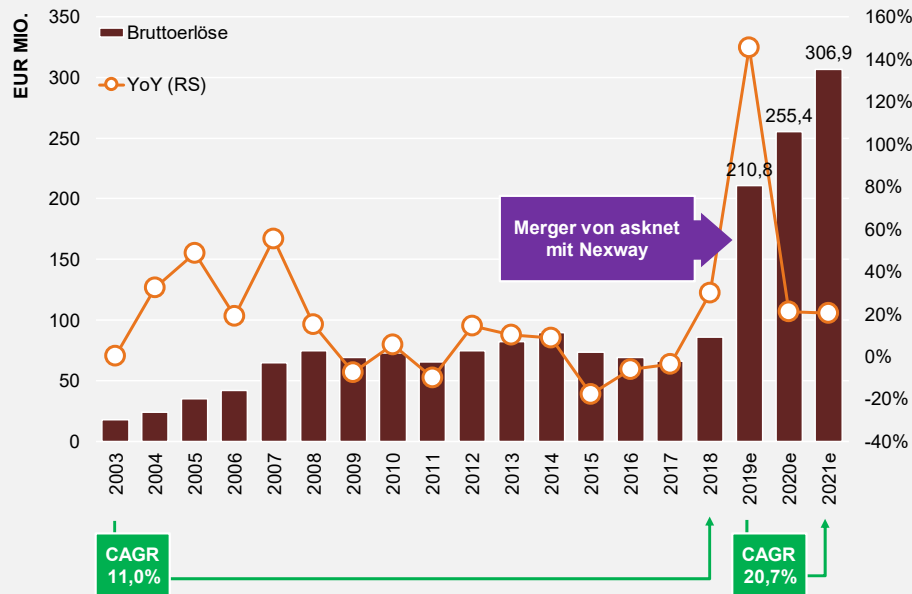
Angesichts einer von uns auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurssteigerung von 71,5% nehmen wir die Aktien der Nexway AG mit einem Buy-Rating in die Research Coverage auf.

## Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Schwächen und Downside-Risiken (zu den Details bzw. Ergänzungen siehe hierzu auch S. 29ff): **(1)** fehlende langfristige Historie mit hoher Unsicherheit, insbesondere in Bezug auf die von uns prognostizierte Umsatz- bzw. Ertragsentwicklung, **(2)** verbesserungsfähige Profitabilität, nachdem die Ertragslage in den vergangenen Jahren nicht nur von Einmalaufwendungen belastet war, **(3)** hohe Abhängigkeit von Einzelkunden, **(4)** Stock Overhang aus der Aktionärsstruktur nach der Fusion, **(5)** geringer Handelsumsatz in der Aktie, **(6)** mögliche Beendigung der Tätigkeit einzelner Führungspersonen („Key-Man-Risk“).

# Nexway in Bildern

ABBILDUNG 1: BRUTTOUMSATZ UND BRUTTOUMSATZWACHSTUMSRATE, 2003-21E

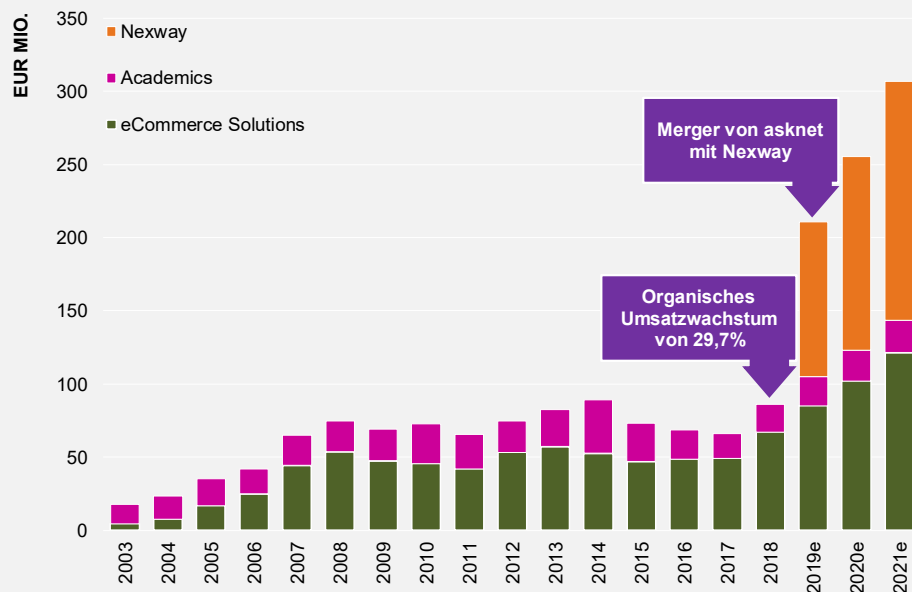


Bedingt durch die subkritische Größe lagen die von Nexway in den vergangenen Jahren erzielten jährlichen Wachstumsraten nur im knapp zweistelligen Prozentbereich, was entsprechende Marktanteilsverluste zur Folge hatte. Durch die Fusion von asknet mit Nexway hat Nexway nach unserer Einschätzung diese kritische Größe überschritten. Damit dürfte Nexway in den kommenden Jahren seine Geschäftstätigkeit deutlich erweitern und höhere Umsatzwachstumsraten aufweisen als in den vergangenen Jahren.

Letztlich rechnen wir damit, dass Nexway bis 2021e, in dem das Ende unserer Detailplanungsphase markiert wird, die Erlöse auf über EUR 300 Mio. steigern wird. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzern Erlöse für den Zeitraum 2019e-21e von 20,7%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 2: BRUTTOUMSATZ NACH SEGMENTEN, 2003-21E

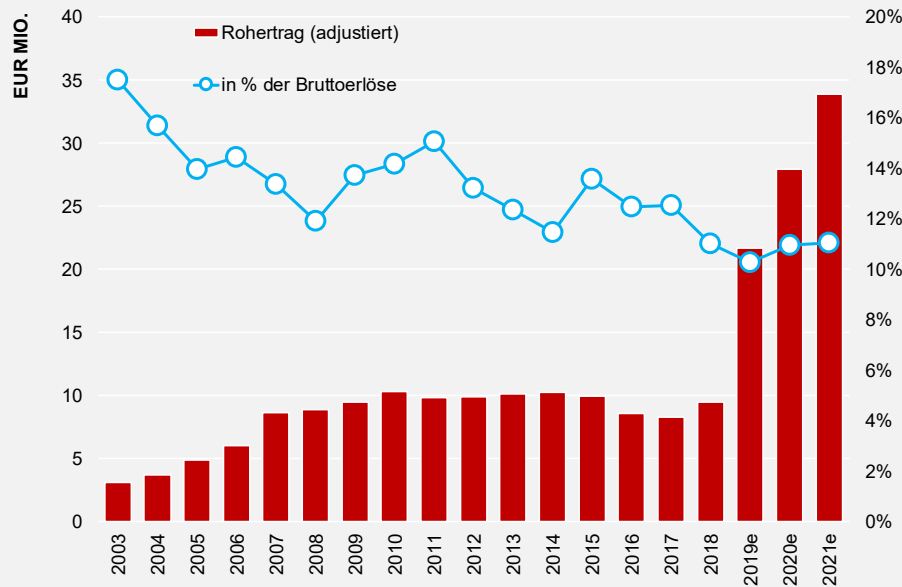


Im vergangenen Jahr konnte die damalige asknet einen deutlichen Umsatzanstieg von 29,7% vermelden. Dies verdeutlicht, dass sich die Marktstellung insbesondere in Asien seit dem Managementwechsel im Jahr 2016 bereits signifikant verbessert hat. Durch die Fusion mit Nexway profitieren beide Fusionsparteien zudem nach unserer Einschätzung von sinkenden Overhead-Kosten und einer deutlich verbesserten internationalen Reputation.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

# Nexway in Bildern

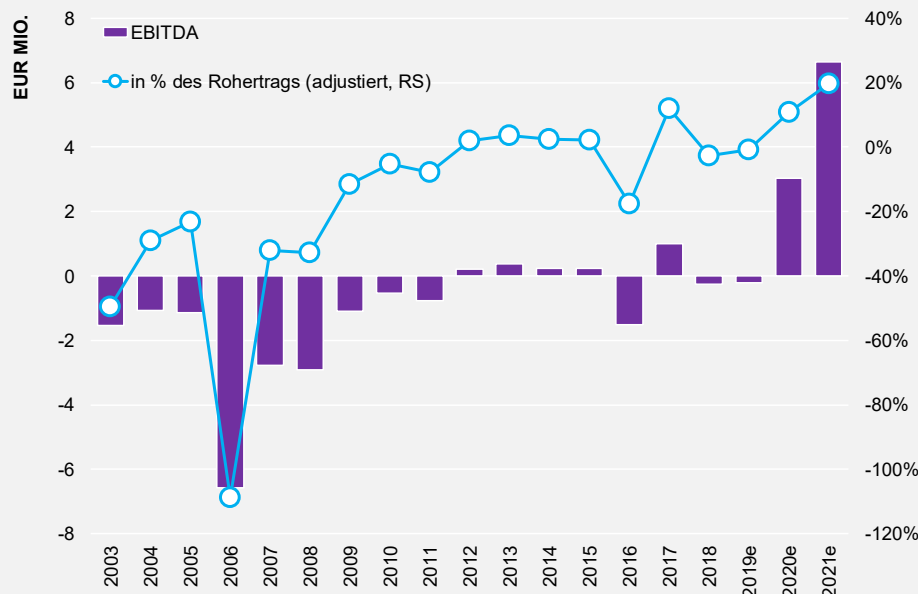
ABBILDUNG 3: ROHERTRAG UND ROHERTRAGSMARGE, 2003-21E



Die Materialkosten bestehen im Wesentlichen aus jenen Umsatzanteilen, die Nexway an die Anbieter der digitalen Produkte, also z. B. Softwareentwickler oder Games-Publisher, weiterleiten muss. In den vergangenen 16 Jahren lagen die Materialaufwandsquoten zwischen 82,3% und 87,4% der Bruttoerlöse, mit zuletzt steigender Tendenz, da der Bereitstellung reiner Download-Tätigkeiten insbesondere im Software-Bereich nur ein immer stärker werdender, commodity-ähnlicher Charakter zugestanden wird. Durch die Fusion von asknet mit Nexway und die dadurch ermöglichte Einbeziehung softwarefremder Branchen wie das Games-Publishing rechnen wir für die Jahre 2019e bis 2021e mit Materialaufwandsquoten zwischen 88,6% und 89,2%. Die Rohertagsmarge sollte sich damit stabilisieren und bis 2021e auf bis zu 11,4% erholen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 4: EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2003-21E

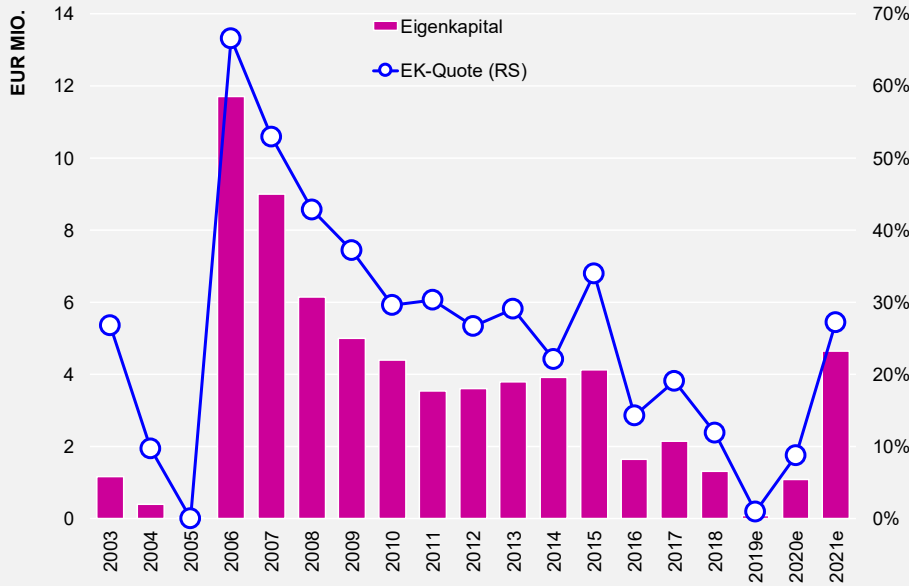


Nach unserer Einschätzung ist das von Nexway betriebene Geschäftsmodell erst ab Erreichen einer kritischen Größe nachhaltig profitabel zu führen. Diese Größe wurde nach unserer Einschätzung durch die Fusion von asknet mit Nexway erreicht. Daher erwarten wir einen deutlichen Anstieg der EBITDA-Marge. Wir rechnen damit, dass Nexway bis 2021e eine EBITDA-Marge von 19,6% (bezogen auf den Rohertag) erreichen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

# Nexway in Bildern

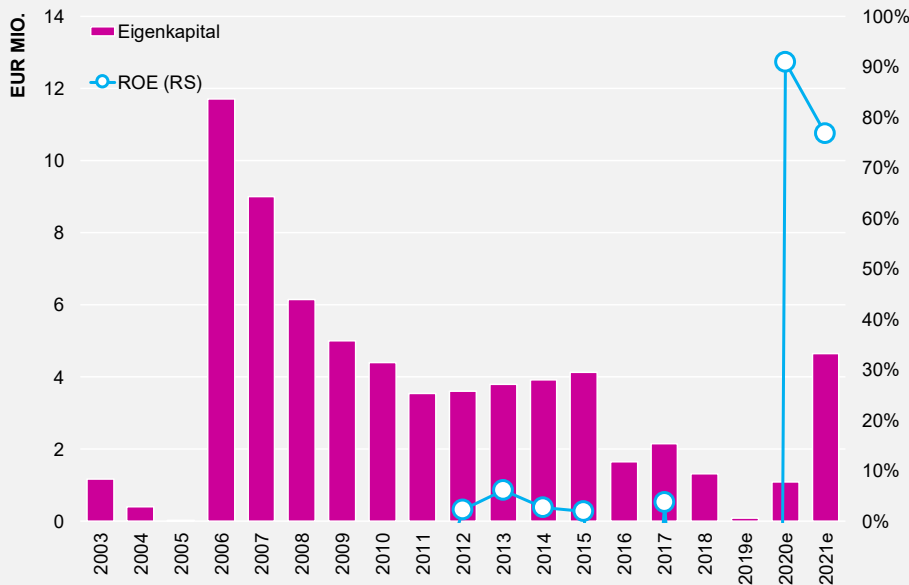
ABBILDUNG 5: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2003-21E



Aktuell besteht das Grundkapital der Gesellschaft aus 654.765 Aktien mit einem Nominalwert von EUR 1,00 je Aktie. In diesem Jahr kommt es aufgrund des von uns erwarteten Nachsteuerverlustes zu einem nahezu vollständigen Verbrauch des Eigenkapitals, ehe dieses sich in den kommenden beiden Jahren signifikant verbessern sollte. In dem von uns erwarteten Szenario wird die Eigenkapitalquote bis 2021e bei unterstellter Thesaurierung der Erträge auf dann bis zu 27,2% ansteigen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 6: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALRENDITE (ROE), 2003-21E

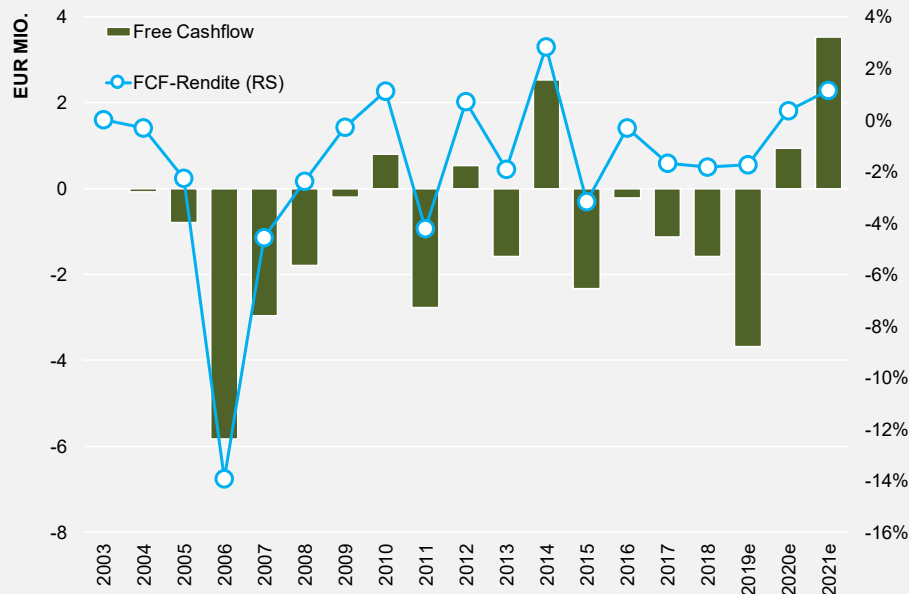


In den vergangenen 16 Jahren war Nexway auf Nachsteuerbene nur selten profitabel. Dies sollte sich nach der Fusion von asknet mit Nexway nach unserer Einschätzung ändern. Trotz der von uns erwarteten Thesaurierung der Erträge gehen wir davon aus, dass die Eigenkapitalrendite bis 2021e deutlich gesteigert werden wird. Ursächlich hierfür ist die von uns erwartete Verbesserung der Ertragslage nach Steuern; die sonstigen, die Eigenkapitalrendite beeinflussenden Faktoren (Asset Turnover und Leverage) sind demgegenüber von geringerem Einfluss. Basisbedingt rechnen wir für die kommenden drei Jahre mit einem Anstieg der Eigenkapitalrendite auf dann 76,7%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

# Nexway in Bildern

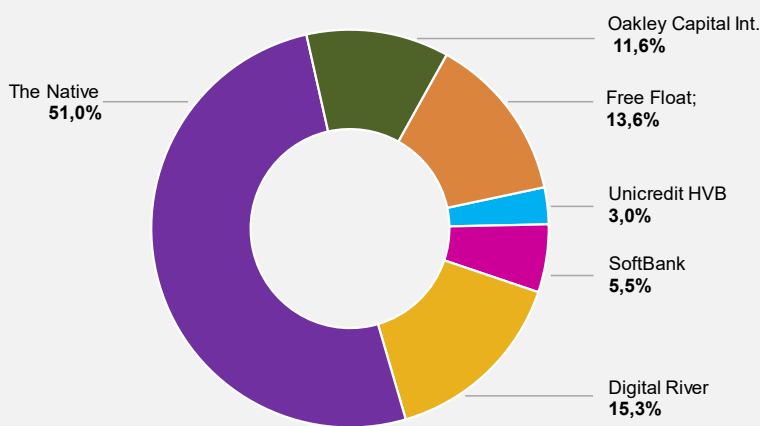
ABBILDUNG 7: FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE, 2003-21E



In zwölf der letzten 16 Jahre waren die freien Cashflows negativ, zumeist weil auch die operativen Cashflows negativ waren. Für 2020e rechnen wir aufgrund der deutlichen Ertragsverbesserung mit einem signifikanten Anstieg der Freien Cashflows auf bis zu EUR 3,5 Mio. Bezogen auf die Bruttoerlöse (Roherträge) entspricht dies einer FCF-Marge von 1,1% (10,4%).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 8: AKTIONÄRSSTRUKTUR (STAND AUGUST 2019)



Die Aktionärsstruktur des Unternehmens weist zurzeit einen Free Float von 13,6% aus. 86,4% der Aktien werden von fünf Großaktionären gehalten. Mit 51,0% der Anteile ist die Beteiligungsgesellschaft The Native der Mehrheitsaktionär von Nexway. Zweitgrößter Einzelaktionär ist der US-Mitbewerber Digital River (15,3%).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Wert des Eigenkapitals EUR 39,10 je Aktie

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der an der Frankfurter Wertpapierbörse und im elektronischen Handelssystem Xetra notierten Nexway AG auf der Basis eines dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Entity-Modells (Primärbewertungsmethode) sowie eines Wertschöpfungsmodells (Sekundärbewertungsmethode).

Nach der Fusion von asknet mit Nexway wird das Unternehmen nach dem Erreichen der kritischen Größe in den kommenden Jahren seine Marktvisibilität deutlich verbessern und die Profitabilität signifikant ausbauen. Wir rechnen damit, dass Nexway den Umsatz bis zum Jahr 2021e bis auf EUR 306,9 Mio. ausbauen wird; für den Zeitraum 2019e-21e entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsrate (CAGR) von 20,7%. Gleichzeitig gehen wir von einer sukzessiven Verbesserung der Profitabilität aus und rechnen damit, dass Nexway bis 2021e ein operatives Ergebnis (EBIT) von EUR 4,7 Mio. erzielen wird. Im nachfolgenden Zwölfjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2033e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 4,0% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,5%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen mit 30-jähriger Laufzeit entspricht. Insgesamt ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals im Base-Case-Szenario von EUR 25,6 Mio. bzw. von EUR 39,10 je Aktie. In einer Monte Carlo-Analyse haben wir anschließend alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Daraus ergeben sich Best-Case- und Worst-Case-Werte des Eigenkapitals von EUR 29,4 Mio. bzw. von EUR 20,6 Mio., entsprechend von EUR 44,90 bzw. von EUR 31,50 je Aktie.

Zur Überprüfung der Ergebnisse des DCF-Modells haben wir ein Economic-Profit-Wertschöpfungsmodell erstellt, bei dem wir davon ausgehen, dass eine faire Bewertung des Unternehmens frühestens dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den damit verbundenen Kapitalkosten entspricht. Unter Zugrundelegung dieses Bewertungsverfahrens ergeben sich für Nexway auf Basis unserer Kapital- und Ertragsschätzungen Werte des Eigenkapitals von EUR 28,2 Mio. bzw. von EUR 43,10 je Aktie. Die aus dem Wertschöpfungsverfahren abgeleiteten Unternehmenswerte liegen damit über denen unseres langfristig angelegten intrinsischen DCF-Verfahrens.

### Unser primäres Bewertungsverfahren für Nexway ist ein dreistufiges DCF-Entity-Modell

Grob gesprochen kann das Geschäftsmodell von Nexway als „asset light“ bezeichnet werden. Der Kapitalbedarf in Sachanlagen ist vernachlässigbar, aus dem laufenden Working Capital können netto sogar Liquiditätsströme vereinnahmt werden. Die Finanzierung des weiteren Wachstums ist daher nicht mit hohen Investitionen in Sachanlagen oder Working Capital verbunden, sondern sogar mit einer Freisetzung von Kapital. Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit einer hohen Cash Conversion Rate. In Verbindung mit der Turnaround-Situation der Gesellschaft ist daher ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) nach unserer Einschätzung das geeignete Bewertungsverfahren für Nexway.

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

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

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:  
Annahmen für die Umsatzentwicklung

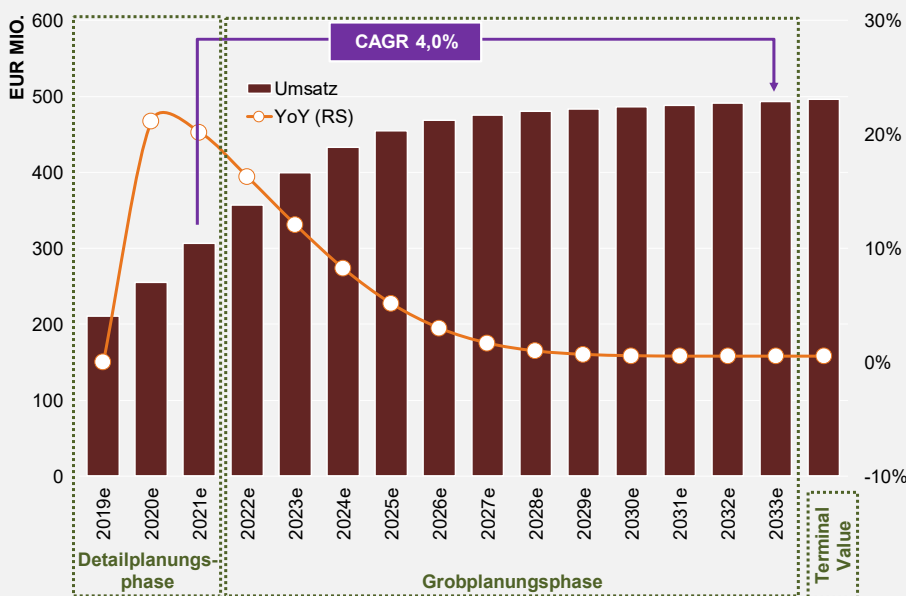
- ☉ Der **Phase 1** des DCF-Modells (die sogenannte „**Detailplanungsphase**“) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten fusionsbedingt durchschnittliche



jährliche Wachstumsraten (CAGR) der Umsätze zwischen 2018 und 2021e in Höhe von 52,8%.

- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zwölfjährige „**Grobplanungsphase**“), die 2033e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von 4,0% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen des Unternehmens einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des sog. „**Terminal Value**“, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins 30-jähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,5% an.

ABBILDUNG 9: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2019E-33E



Bis 2021e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2033e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value, in dem sich Nexway gewissermaßen in einem eingeschwungenen Zustand befindet, in dem Überrenditen nicht mehr erzielt werden können.

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- bzw. Grobplanungsphase belaufen sich auf 52,8% bzw. 4,0%. Im Terminal Value, in dem sich riskante Investitionen nicht mehr „lohnen“, werden die betrieblichen Cashflows zu risikolosen Konditionen angelegt.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

#### Weitere Annahmen während der Grobplanungsphase

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

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

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** im Prognosezeitraum nicht nennenswert von dem im Jahr 2021e erwarteten Wert von 1,5% (Basis: Bruttoerlöse) unterscheiden werden;
- ⑤ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 1,5% liegen;
- ⑤ ein in Ermangelung statistisch valider Daten aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 1,40, das wir vor dem Hintergrund der hohen Volatilität börsennotierter Download-Dienstleister aus folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,20
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,10
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-Beta	1,00
<b>Beta</b>	<b>1,40</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊖ eine im Zeitablauf rückläufige Investitionsquote zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells und eine Nichtberücksichtigung externen Wachstums rechtfertigen lässt; per Saldo rechnen wir ab 2021e nur noch mit im Zeitablauf sukzessive rückläufigen Erhaltungs- und Erweiterungsinvestitionen;
- ⊖ dass die von Nexway im Zeitraum 2019e-21e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 12,7% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,40 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,5%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 8,5% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (0,5%) und einer Liquiditätsprämie (0,5%) zusammensetzt. Mit einem von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Rating von CCC sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 9,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Nexway eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 90,0%/10,0% anstrebt;

TABELLE 2: WACC, 2019E-21E

<b>Kosten des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>12,4%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (Bundesanleihe, 30 Jahre Restlaufzeit)	%	0,5%
beta		1,4
Erwartete Risikoprämie	%	8,5%
<b>Small Cap-Prämie</b>	<b>%</b>	<b>1,0%</b>
Management-Prämie	%	0,5%
Liquiditätsprämie	%	0,5%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	90,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>12,1%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

TABELLE2: WACC, 2019E-21E (FORTS.)

Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (Bundesanleihe, 30 Jahre Restlaufzeit)	%	0,5%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	9,0%
Gesamte Kosten des Fremdkapitals	%	9,5%
Steuerquote	%	30,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	6,7%
Zielkapitalstruktur	%	10,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>0,7%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	<b>%</b>	<b>12,7%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

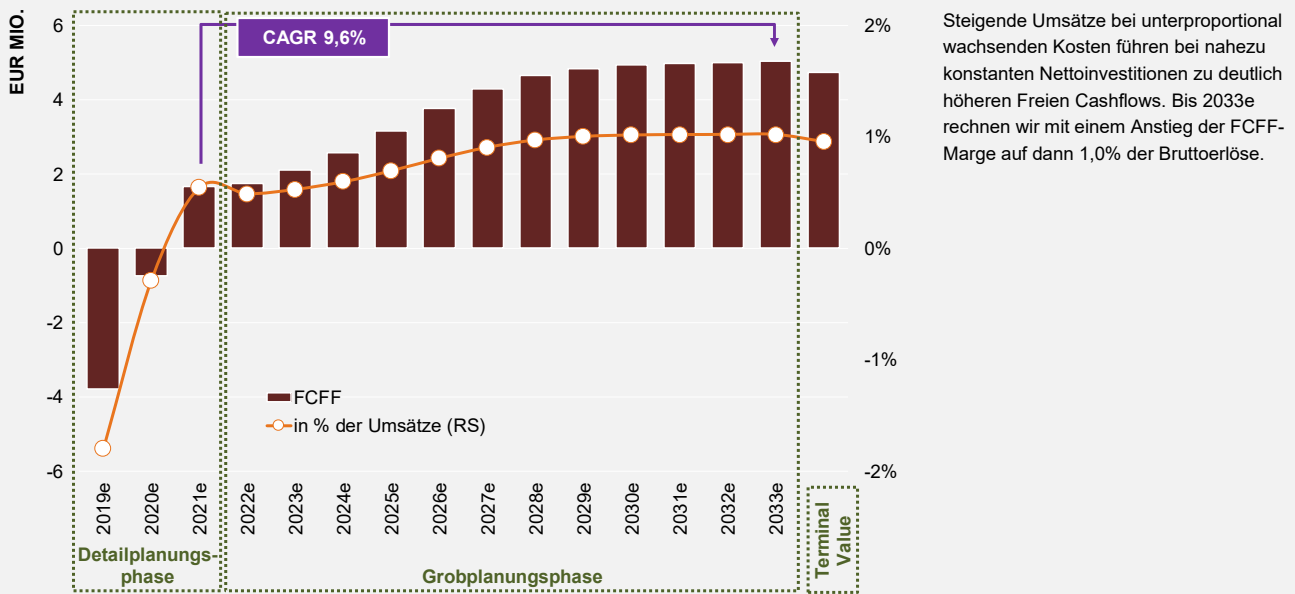
- ⊕ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 8,3% pro Jahr, die wir für das derzeit unverschuldete Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 10,0% und einem aus der aktuell niedrigen Eigenkapitalausstattung abgeleiteten synthetischen Rating von CCC für realistisch ansehen;
- ⊕ dass der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode auf dem Niveau von 30,0% liegen wird, was von uns als ein realistischer Durchschnittswert für das global tätige Unternehmen angesehen wird;
- ⊕ dass negative freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (**Axiom der Risikoaversion der Anleger**); dies betrifft insbesondere die Anfangsjahre der Detailplanungsphase, in der das Unternehmen nach unseren Schätzungen negative Freie Cashflows erwirtschaftet wird;
- ⊕ dass Nexway in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang des betas auf das Niveau des Marktportefeuilles (also 1,0) und damit der WACC von 12,7% (2019e-21e) auf dann 5,5% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

### Dynamische Entwicklung der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 10) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2019e bis 2033e. Erkennbar ist, wie Nexway die Profitabilität auf dem von uns unterstellten rein organischen Wachstumspfad deutlich ausbauen wird. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir nur noch Erhaltungs- und geringe Erweiterungsinvestitionen modelliert. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen leichten Rückgang der Freien Cashflows an, dieser stellt dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes dar.

Typische Lebenszykluskurve

ABBILDUNG 10: FCFF UND FCFF-MARGE, 2019E-33E



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 25,6 Mio. bzw. EUR 39,10 je Aktie**

Kursziel von EUR 39,10 je Aktie

Der Enterprise Value der Nexway AG liegt in unserem Modell bei EUR 25,4 Mio. Aus diesem werden 36,7% über den Terminal Value abgeleitet, -12,4% bzw. 75,7% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Zusätzlich der aktuellen Nettofinanzposition (per 12/2018) von EUR 0,2 Mio. (bezogen auf das Excess Cash, das wir auf 5% der bilanziellen Liquiditätsposition eingestuft haben) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 25,6 Mio. Bei 0,654 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 39,10 je Aktie.

TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	8,3%
Terminal Cost of capital	%	5,5%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	9,3
in % des Enterprise Value	%	36,7%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-3,1
in % des Enterprise Value	%	-12,4%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	19,2
in % des Enterprise Value	%	75,7%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,4</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE (FORTS.)

Finanzschulden	EUR Mio.	0,0
Excess Cash	EUR Mio.	0,2
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,6</b>
Anzahl Aktien	Mio.	0,7
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>39,10</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Sämtliche Angaben basieren auf pro-forma-Daten**

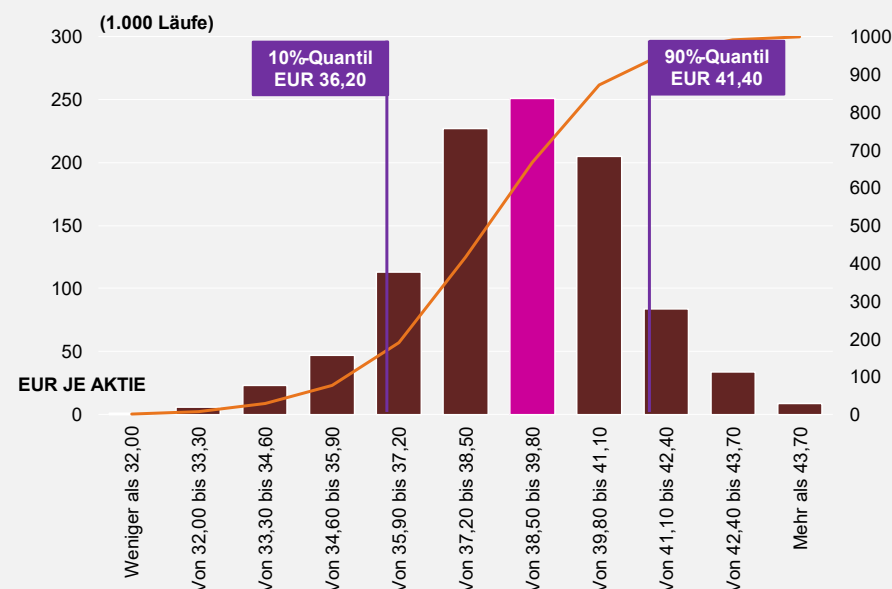
Zu berücksichtigen ist hierbei, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt von Nexway noch kein Konzernabschluss veröffentlicht wurde. Die von uns errechneten Finanzprognosen für die Jahre 2019e bis 2021e sollten mit einem individuellen Sicherheitsabschlag versehen werden.

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

In der nachfolgenden Abbildung 11 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 20,6 Mio. bzw. über EUR 29,4 Mio. bzw. von unter EUR 31,50 und über EUR 44,90 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können:

Monte-Carlo-Simulation mit Kurszielen zwischen EUR 31,50 und EUR 44,90 je Aktie

ABBILDUNG 11: MONTE CARLO-SIMULATION



Zu sehen ist eine linksschiefes-rechtssteiles Histogramm, mit einem Modus zwischen EUR 38,50 und EUR 39,80 je Aktie. Die 10%- bzw. 90%-Quantile liegen bei EUR 36,20 bzw. EUR 41,40 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Als Alternative zum DCF-Modell haben wir unsere Ergebnisse anhand eines Economic-Profit-Wertschöpfungsmodells überprüft. Hierbei wird getestet, ob das dem Unternehmen zur Verfügung gestellte Kapital wertschöpfend eingesetzt wird und ob diese Wertschöpfung sich bereits im Aktienkurs widerspiegelt hat. Aus dem Wertschöpfungsmodell errechnen wir für Nexway einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 28,2 Mio. bzw. von EUR 43,10 je Aktie.

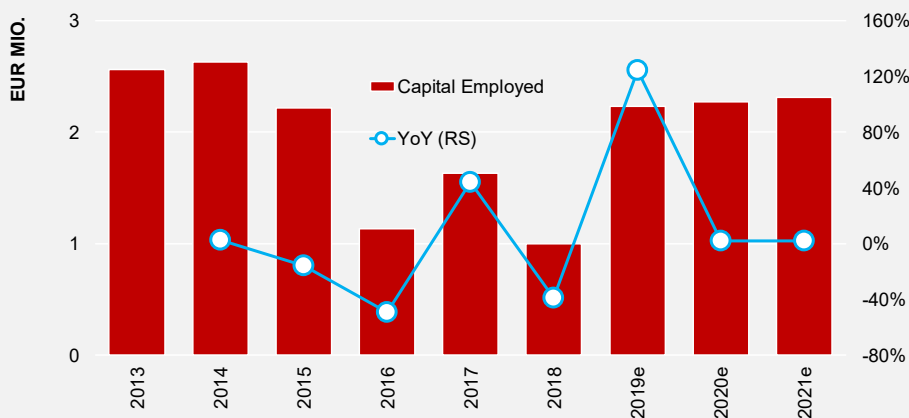
**Verwendung des Wertschöpfung-Multiplikators**

Zunächst gilt es zu ermitteln, ob Nexway überhaupt ein wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Hierzu ermitteln wir die Kosten des eingesetzten Kapitals und vergleichen diese mit der Rendite auf das eingesetzte Kapital.

**Berechnung des eingesetzten Kapitals**

Nachfolgende Abbildung 12 zeigt das von uns aus den Bilanzdaten abgeleitete eingesetzte Kapital von Nexway für die Jahre 2013 bis 2021e:

ABBILDUNG 12: EINGESETZTES KAPITAL, 2013-21E



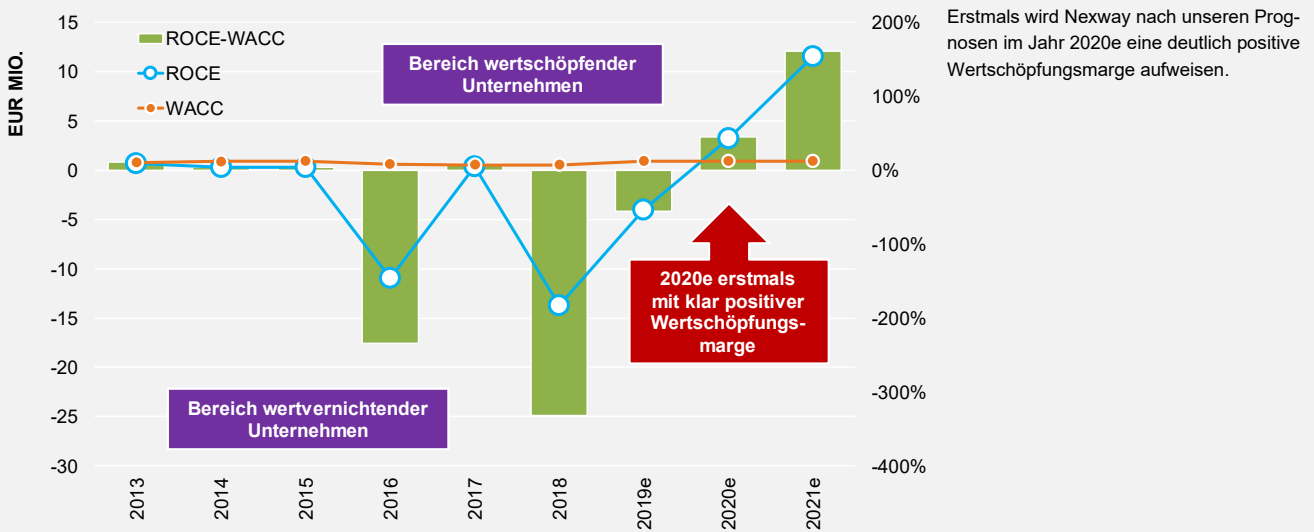
In unserem Bewertungsmodell errechnen wir bis zum Jahr 2021e einen Anstieg des eingesetzten Kapitals auf EUR 2,3 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Rendite auf das eingesetzte Kapital**

In einem zweiten Schritt ermitteln wir die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE), indem wir das adjustierte operative Ergebnis (NOPLAT) berechnen und durch das eingesetzte Kapital dividieren. Anschließend vergleichen wir die ermittelten ROCE-Werte mit den Kapitalkosten (WACC), wie wir sie oben bereits berechnet haben.

ABBILDUNG 13: RENDITE AUF DAS EINGESETZTE KAPITAL (ROCE), 2013-21E

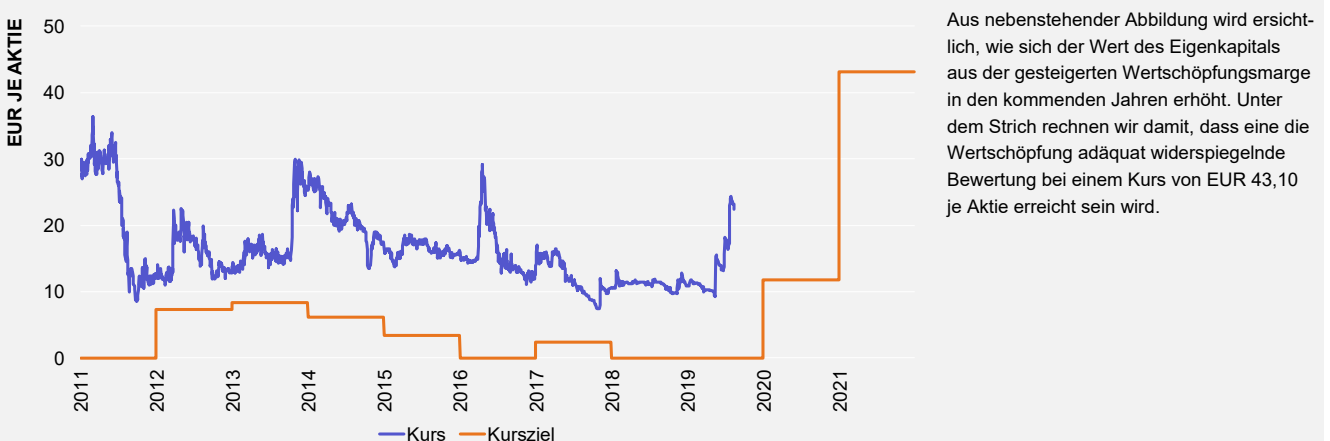


QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Nexway erstmals 2020e mit positiver Wertschöpfungsmarge

Aus oben stehender Abbildung 13 wird ersichtlich, dass Nexway nach unseren Prognosen bis einschließlich 2019e eine negative Wertschöpfungsmarge aufweist. Erstmals wird die Wertschöpfungsmarge im Jahr 2020e positiv. Wir gehen ferner davon aus, dass Nexway in den folgenden Jahren die Wertschöpfungsmarge sukzessive ausbauen wird.

ABBILDUNG 14: BACKTESTING DES WERTSCHÖPFUNGSVERFAHRENS, 2011-21E



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Bewertung zum Zeitpunkt, ab dem eine positive Wertschöpfung erreicht wurde

Aus unserer Sicht wird sich ein Investor frühestens von seiner Beteiligung an Nexway trennen, wenn das Unternehmen kein Wertvernichter mehr ist. Nach unseren

Schätzungen ist dies ab dem kommenden Jahr der Fall, wenn erstmals die Rendite auf das eingesetzte Kapital die Kosten des eingesetzten Kapitals übersteigt. Zu diesem Zeitpunkt wird ein Investor für seine Anteile einen Preis verlangen, der dem Wert des eingesetzten Kapitals entspricht.

Daraus lässt sich für 2020e (2021e) ein Enterprise Value von EUR 7,6 Mio. (EUR 27,9 Mio.) ableiten. Zuzüglich der 2021e prognostizierten Nettofinanzposition (basierend auf Excess Cash) von EUR 0,3 Mio. errechnet sich ein Equity Value von EUR 28,2 Mio. bzw. von EUR 43,10 je Aktie. Für das Jahr 2021e liegen die Ergebnisse aus dem Wertschöpfungsverfahren demnach über den Bewertungsergebnissen des DCF-Modells.

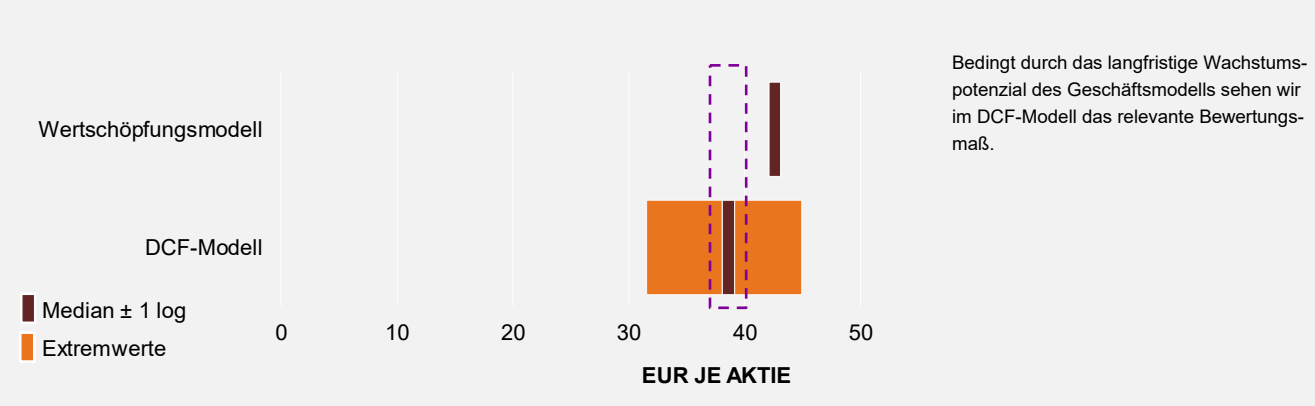
**Zusammenfassung der Ergebnisse**

In nachstehender Abbildung 15 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir für das DCF-Verfahren das Bear-, Base- und Bull-Case-Szenario dargestellt haben. Aufgrund der von uns erwarteten operativen Ertragsentwicklung von Nexway sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse zeigt, dass die Bewertungsmediane vergleichsweise ähnliche Werte annehmen.

Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 22,80 errechnet sich ein Kurspotential von 71,5%. Damit nehmen wir die Aktien der Nexway AG mit einem Buy-Rating in unsere Research-Coverage auf.

ABBILDUNG 15: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



Bedingt durch das langfristige Wachstumspotenzial des Geschäftsmodells sehen wir im DCF-Modell das relevante Bewertungsmaß.

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 des DCF-Bewertungsmodells) von EUR 39,10 je Aktie wäre Nexway mit folgenden Multiples bewertet:



**TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN**

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
KGV	x	n/a	15,2x	4,2x	n/a	26,0x	7,2x
EV/Umsatz	x	0,07x	0,06x	0,05x	0,12x	0,10x	0,08x
EV/EBIT	x	n/a	11,4x	3,1x	n/a	19,6x	5,3x
KBV	x	n/a	13,8x	3,2x	n/a	23,6x	5,5x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

#### **Downside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes**

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Schwächen und Downside-Risiken (zu den Details bzw. Ergänzungen siehe hierzu auch S. 29ff): **(1)** Aktuell noch kein testierter Konzernabschluss der fusionierten Gesellschaften, **(2)** verbesserungsfähige Profitabilität, da Nexway den vergangenen Jahren oftmals kein positives Betriebsergebnis erzielen konnte, **(3)** hohe Abhängigkeit von Einzelkunden, **(4)** Stock Overhang nach der Fusion, **(5)** geringe Liquidität der Aktie, **(6)** Abhängigkeiten vom Management.

#### **Katalysatoren für die Wertentwicklung**

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes von Nexway in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über eine besser als von uns erwartete Ertragsentwicklung, **(2)** Meldungen über die Gewinnung von Neukunden.

## Outsourcing des Downloads digitaler Produkte

Kerngeschäft von Nexway ist die Erstellung und der Betrieb von Online-Shops, mit deren Hilfe der weltweite Download digitaler Produkte wie Software oder Online-Spiele für kleine bis mittlere, jedoch in der Regel global tätige Unternehmen direkt von deren Website ermöglicht wird. Seit dem Reverse Takeover durch asknet Ende 2018 ist Nexway zu einem der führenden, global tätigen Anbieter von derartigen Internet-Downloaddienstleistungen für Dritte aufgestiegen. Insbesondere die bislang ausschließliche Ausrichtung auf Softwareentwickler ist nach der Fusion einer wesentlich breiteren Aufstellung gewichen, in die Onlinespieleentwickler, HW-Hersteller, Einzelhändler und Service Provider nicht nur einbezogen wurden, sondern darin auch eine erhebliche Rolle spielen. Nexway bietet die vollständige Wertschöpfungskette des Downloads digitaler Produkte an, beginnend mit der Erstellung eines individualisierten Onlineshops, der sich für einen Internetuser nahtlos in die Corporate Identity oder den bestehenden Webauftritt des Anbieters eingliedert, über die Abwicklung der im Onlineshop getätigten Produktverkäufe auf von Nexway unterhaltenen Servern – in eigenem Namen und auf eigene Rechnung –, bis hin zu einer Reihe von nachgelagerten Dienstleistungen wie den telefonischen Kundenservice, Cross-Selling-Angebote oder KI-gestützte Marketingdienstleistungen, mit deren Hilfe der Traffic auf den Webseiten gesteigert werden soll. Nexway unterstützt zahlreiche Währungen, Sprachen und Zahlungsmethoden, die ein kleines oder mittelgroßes Unternehmen selbst kaum anbieten könnte. Zudem erhalten Unternehmen durch den Direktvertrieb über den Online-Shop erstmals Zugang zu ihren Kunden, was ihnen innovative Vertriebs- und Kundenbindungsstrategien ermöglicht.

Darüber hinaus erstellt Nexway im Bereich Academics Beschaffungsportale für Universitäten, Hochschulen und Forschungseinrichtungen, über welche berechtigte User Softwareprodukte zu meist günstigeren Konditionen als im Stand-Alone-Fall erwerben können.

ABBILDUNG 16: SCREENSHOT EINES TYPISCHEN, VON NEXWAY BETRIEBENEN ONLINE-EINKAUFSKORBES

The screenshot shows a shopping cart on the 'GAMESLOAD' website. The cart contains one item: 'Wolfenstein: Youngblood' by Bethesda Softworks, priced at 28,49 € (reduced from 39,99 €). Below the item, there is a recommendation for 'Wolfenstein: Youngblood Deluxe' for 37,99 €. The total amount at the bottom of the cart is 28,49 € including 4,55 € VAT. A login button is visible in the top right corner.

Links der Screenshot eines von Nexway betriebenen Online-Shops. Nach Auswahl des Produktes, hier des Computerspiels Wolfenstein: Youngblood, wird der Käufer auf den von Nexway betriebenen Warenkorb weitergeleitet, wo Nexway als Merchant of Record (MOR) tätig ist, also als Unternehmen, das von einem Finanzinstitut autorisiert und haftbar gemacht wird, Kreditkarten- und Lastschrifttransaktionen des Verbrauchers im eigenen Namen zu verarbeiten. Dabei übernimmt der MOR nicht nur die Zahlungsabläufe, sondern stellt auch sicher, dass das betreute Unternehmen die Steuergesetze (lokal und global) einhält.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Outsourcing des Vertriebs und der Beschaffung von digitalen Produkten

Durch die von Nexway angebotenen Produkte und Dienstleistungen wird es den Kunden von Nexway, kleineren und mittelgroßen Unternehmen, ermöglicht, die angebotenen digitalen Produkte global über das Internet zu vertreiben. Ermöglicht wird dies, indem Nexway zunächst einen Online-Shop auf der Website des Kunden erstellt und diesen nahtlos in dessen bestehenden Webauftritt integriert. Anschließend übernimmt Nexway die Abwicklung aller im Online-Shop getätigten Produktverkäufe. Neben dem eigentlichen Produktverkauf bietet Nexway seinen Kunden eine Reihe nachgelagerter Dienstleistungen wie den telefonischen Kundenservice, Cross-Selling-Angebote oder Marketinglösungen an.

Geschäftsmodell im Überblick

### Keine Systembrüche

Zwar basiert die Einbindung des Front-Ends in die Systemumgebung der Kunden auf standardisierten Programmen, der Käufer des digitalen Produktes blickt jedoch auf einen individualisierten Online-Shop, der sich für ihn nahtlos in die Corporate Identity des Anbieters und die jeweiligen, regionaltypischen Gegebenheiten eingliedert (gleiches „Look and Feel“). Aufgrund der nahtlosen Back-end- und Front-end-Integration der Online-Shops fällt es den Usern in der Regel nicht unmittelbar auf, dass sie auf eine Nexway-Webpage wechseln und sich nicht mehr auf der Website des Unternehmens bzw. der Organisation befinden, sondern auf einer von Nexway gehosteten. Systembrüche treten bei den von Nexway angebotenen Lösungen nicht auf. Die von Nexway angebotenen Lösungen sind für beide Seiten vorteilhaft:

Die Einbindung der Programme in die Website des Herstellers und der Aufruf der Programme erfolgen in der Regel über einen Link auf der Hersteller-Webseite. Dadurch nimmt der Aufbau eines Online-shops nur wenig Zeit in Anspruch, so dass ein standardisierter Onlineshop in wenigen Arbeitstagen betriebsbereit ist.

- ☉ Für den **Produktentwickler** entstehen Vorteile vor allem durch die Erweiterung der Wertschöpfungskette um die Online-Komponente, das Umgehen des Vertriebskanals und damit Margenverbesserungen, durch die hohe Skalierbarkeit der Shops, Kostenvorteile aus dem Shop-Betrieb und eine deutlich bessere und langfristige Kundenbindung. Überdies erhält ein Unternehmen durch den Direktvertrieb über den Online-Shop häufig erstmals den Zugang zu seinen Kunden, was ihm innovative Vertriebs- und Kundenbindungsstrategien ermöglicht.
- ☉ Für den **Käufer** entfallen die mit einem Erwerb und der Auslieferung der digitalen Produkte verbundenen (Reise-, Verpackungs- und Porto-) Kosten sowie Wartezeiten.

### 300+ Zahlungsmethoden, 100+ Währungen, 18 Sprachen, 140+ Länder ...

Aktuell werden nach Angabe der Gesellschaft mehr als 300 Zahlungsmethoden, über 100 Währungen in 18 Sprachen in über 140 Ländern angeboten.

TABELLE 5: VON NEXWAY UNTERSTÜTZTE SPRACHEN UND WÄHRUNGEN (AUSWAHL)

Sprachen			Währungen (Auswahl)		
Belgisch	Holländisch	Polnisch	AUD	EUR	USD
Brasilianisch	Italienisch	Portugiesisch	BRL	GBP	
Deutsch	Japanisch	Schweizerisch (FRA)	CAD	JPY	
Englisch (GRB)	Kanadisch (FRA)	Schweizerisch (GER)	CHF	MAD	
Englisch (USA)	Koreanisch	Schweizerisch (ITA)	COP	NOK	
Französisch	Österreichisch	Spanisch	DKK	SEK	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**... mit deutlich besseren Performancekennzahlen**

Bei der Abwicklung des Bezahlvorgangs geht es aber nicht nur darum, die Kunden mit möglichst vielen unterschiedlichen Zahlungsvorgängen, Währungen oder Ländern zu unterstützen, die ein kleines oder mittelgroßes Unternehmen selbst kaum anbieten könnte, sondern auch um die Einhaltung vielfältiger regulatorischer Pflichten, wie etwa des sogenannten Payment Card Industry Data Security Standards (PCI-DSS), einem Regelwerk, das sich auf die Abwicklung von Kreditkartentransaktionen bezieht und von allen wichtigen Kreditkartenorganisationen unterstützt wird. Darüber hinaus liegen die gemessenen Performancekennzahlen deutlich über den Industriedurchschnitten:

Nexway bietet sämtliche gängige Zahlungssysteme und Währungen an und berücksichtigt im Onlineshop länderspezifische Umsatzsteuerregelungen.

**TABELLE 6: PERFORMANCEKENNZAHLEN NEXWAY IM VERGLEICH MIT INDUSTRIEDURCHSCHNITTEN**

		Nexway	Industriedurchschnitt
Manual Review Rate	%	2,76%	8,0%
Anteil der zurückgewiesenen Aufträge	%	0,75%	2,9%
Betrugsquote	%	0,34%	0,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Nexway als Merchant of Record**

Eine der wichtigsten Funktionen von Nexway ist die des Merchant of Record (MOR). Ein MOR ist ein Unternehmen, das von einem Finanzinstitut autorisiert und haftbar gemacht wird, Kreditkarten- und Lastschrifttransaktionen des Endkunden in dessen Namen zu be- und verarbeiten. Der MOR akzeptiert dabei sämtliche Debit- und Kreditkartenzahlungen. Aber nicht nur; denn neben dem **Digital Fulfilment i. e. S.**, also der Gesamtheit aller Aktivitäten, die nach dem Abschluss eines Vertrags, der Belieferung der Kunden und der Erfüllung der sonstigen Vertragspflichten anfallen,

Die von Nexway erstellten Onlineshops werden i. d. R. auf eigenen Servern, im eigenen Namen und auf eigene Rechnung betrieben. Die Abwicklung der Verkäufe umfasst die Erfassung der Produktauswahl des Kunden in einem virtuellen Warenkorb, die Zahlungsabwicklung und den Download. Fulfilment-Leistungen umfassen das Warehousing, die Logistik, Druck- und Verpackungsdienstleistungen, Kundenservice, den Versand und das Retouren-Management. Die Zahlungsabwicklung erfolgt schließlich über spezialisierte Payment Provider, die die Schnittstelle zu Kreditkartenunternehmen und Banken bilden und im Namen von Nexway die Kaufpreise vereinnahmen.

- ⑤ berechnet und wendet Nexway die jeweils geltenden **regionalen Steuern** an, zeigt diesen Betrag für den Käufer während des Bestellvorgangs an und führt die einbehaltenen Steuern zuverlässig an die regionalen Finanzämter ab;
- ⑤ **überträgt** Nexway die **Kundendaten** durch sichere Verschlüsselung an den von der Händlerbank verwendeten Zahlungsabwickler;
- ⑤ übernimmt Nexway die **Betrugserkennung** („Fraud Management“) für den Kunden;
- ⑤ sorgt Nexway für die Einhaltung von **Embargo-Richtlinien** und der **Datenschutz-Grundverordnung**;
- ⑤ pflegt Nexway die **Zusammenarbeit mit Handelsbanken** und Zahlungsabwicklern;
- ⑤ verhandelt und verwaltet Nexway die laufenden **Kreditkartenbearbeitungsgebühren**;
- ⑤ stellt Nexway die **Einhaltung der PCI-DSS-Standards** für den Umgang mit Karteninhaberinformationen sicher;
- ⑤ stellt Nexway die Einhaltung **länderspezifischer Zahlungsgesetze** und -vorschriften sicher;

- ⑤ verwaltet Nexway Rückerstattungsanfragen und Rückbuchungen („**Chargeback Anticipation**“);
- ⑤ bietet Nexway seinen Kunden einen örtlich gebundenen **Level-One-Kunden-Support** an.

### Kunden von Nexway

Ursprünglich wurden die von Nexway angebotenen Dienstleistungen nur von Software-Entwicklern nachgefragt, die selbst die verschiedenen Währungen, Sprachen und Zahlungsmethoden nicht verarbeiten konnten. Inzwischen wurde die Kundenpalette jedoch deutlich erweitert, da auch andere Industriegruppen wie Spiele-Publisher oder Service-Provider mit den gleichen Herausforderungen konfrontiert sind.

ABBILDUNG 17: KUNDEN VON NEXWAY (AUSWAHL)

SW-Entwickler	Games-Publisher	Einzelhandel	Content Portal	Service Provider	HW-Hersteller
Microsoft	Rockstar Games	Amazon	Clubic	TechLive Connect	Intel
Cyberlink	Sega	Fnac	Comment ça Marche	T-Online	
Kaspersky Lab	Ubisoft	Gamesrocket	Yahoo! Japan	Orange	
Adobe	Warner Bros. Games	MediaMarkt	O1net	Türk Telekom	
Teamviewer	2K Games	Tech Data			

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Wettbewerb im E-Commerce-Download-Segment

Den globalen Outsourcing-Markt für derartige Downloaddienstleistungen teilen sich nur wenige Unternehmen untereinander auf. Ursächlich für die relativ geringe Anzahl von Mitbewerbern sind hohe Markteintrittsbarrieren vor dem Hintergrund der geforderten Querschnittskompetenz aus IT, Internet, Logistik, Vertrieb, Marketing, Hosting und Kundenservice. Überdies wird spezielles Know-how in Fragen weltweiter Bezahlverfahren und Steuerberechnungsmodelle sowie im Bereich der Sicherheit von Kundendaten, Zahlungsdaten und Downloads gefordert. Schließlich sind auch langfristig ausgelegte Kundenbeziehungen wesentlich.

- ⑤ Durch die Fusion von asknet und Nexway hat sich die Marktstellung des Unternehmens signifikant verbessert. Dennoch bleibt die 1994 gegründete US-amerikanische **Digital River** nicht nur der Begründer des Geschäftsmodells „Outsourcing des Downloads von Software“, sondern auch klarer Weltmarktführer in dieser Branche und ist signifikant größer als Nexway.
- ⑤ Daneben gibt es verschiedene Spezialanbieter, die eine vergleichbare Größe und Kundenzahl haben wie Nexway. Hierzu zählen die holländisch-rumänische **Avangate** (gegründet 2006), die holländische **ESDNow** und die deutsche **Cleverbridge**, ein Spin-Off von element5, das im Jahr 2005 von Digital River übernommen wurde.

TABELLE 7: WETTBERWERB IM BEREICH E-COMMERCE DOWNLOAD

	Digital River	Nexway	Avangate	ESDNOW	Cleverbridge
Gründungsjahr	1994	2002	2006	2001	2005
Anzahl an Mitarbeiter	>1.500	165	>300		>300
Anzahl Standorte	>10	8	1	1	5
Regionaler Fokus					
M&A-Aktivitäten					

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Geschäftsmodell im E-Commerce-Download

Für den laufenden Betrieb eines Onlineshops erhält Nexway eine prozentuale Beteiligung an den Brutto- oder Nettoerlösen, die mit dem Vertrieb der digitalen Produkte oder durch Softwareaktualisierungen über den Onlineshop erzielt werden. Überdies erhält Nexway einen einmaligen und langfristig tendenziell vernachlässigbaren Festbetrag („Retainer“) für die erstmalige Erstellung und die Anbindung des Online-Shops.

Im laufenden Geschäftsjahr wird Nexway nach unserer Einschätzung 90,6% der Umsätze mit dem E-Commerce-Download generieren.

**Neben dem Betrieb von Online-Shops entwickelt und betreibt Nexway Software-Beschaffungsportale für Universitäten, Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Universitätskliniken und Unternehmen in Form von zentralen Intranet-Portalen. Diese versetzen berechnete User in die Lage, Softwareprodukte zu erwerben, und zwar zu meist günstigeren Konditionen als im Stand-Alone-Fall. In diesem Bereich ist Nexway ausschließlich im deutschsprachigen Raum tätig. Typische Nutzer der von Nexway angebotenen Produkte sind in der Regel professionelle Kunden, die Updates oder Neuerscheinungen herunterladen.**

### Academics als zweiter, hochprofitabler Geschäftsbereich

Neben dem Outsourcing des Softwarevertriebs entwickelt und betreibt Nexway im Geschäftsbereich „Academics“ kundenspezifische Software-Beschaffungsportale für Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Universitätskliniken und Unternehmen. Über eine zentrale Intranet-Seite können Beschäftigte, wissenschaftliche Mitarbeiter und Studenten der Lehrinrichtungen mit entsprechenden Nutzungsrechten Softwareprodukte beschaffen und auf ihren Computern herunterladen. Ähnlich wie im Kernbereich E-Commerce werden auch die Beschaffungsportale mit dem Intranet der jeweiligen Einrichtungen nahtlos verknüpft. Im Rahmen von Volumenlizenzen können die angebotenen Softwareprodukte insbesondere im Wissenschaftsbereich zu vergünstigten Konditionen erworben werden.

Studenten und Universitätsmitarbeitern wird durch die von Nexway angebotenen Beschaffungsportale der Download von Software(paketen) zu vergünstigten Konditionen angeboten.

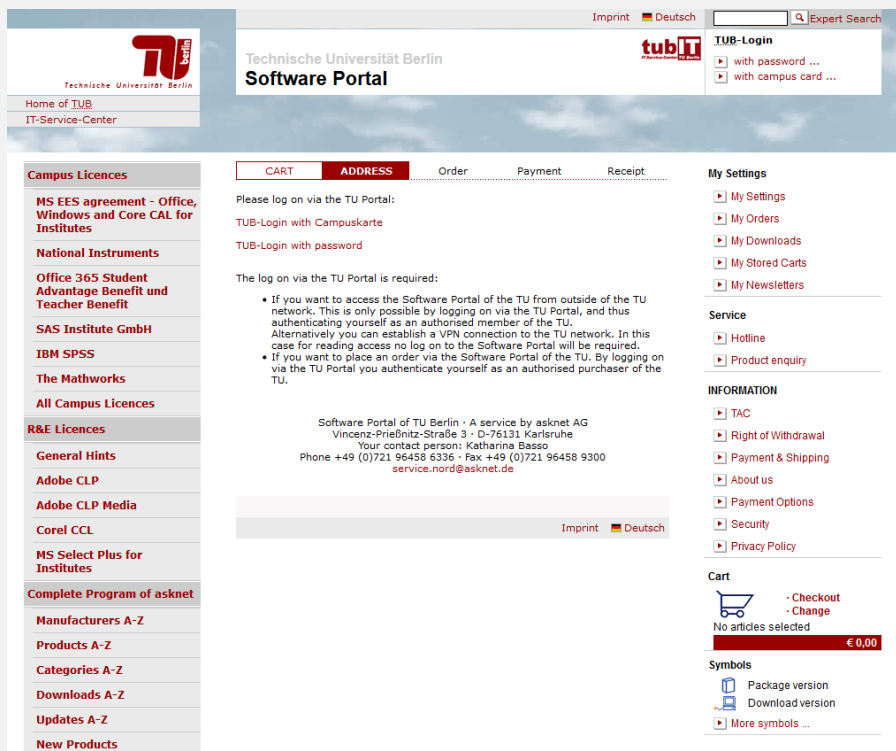
### Erhebliche Einsparpotenziale

In Deutschland haben Hochschulen schon immer versucht, auf Hochschul- oder Landesebene größere Volumenlizenzen abzuschließen, um dadurch Kosten einzusparen. Der Vorteil eines zentralen Beschaffungsportals besteht darin, dass die einzelnen Hochschulen über eine zentrale Informations-, Beschaffungs- und Verteilungsplattform verfügen, die es ihnen ermöglicht, Software effizient zu beziehen, zu verteilen und abzurechnen. Damit müssen nicht mehr für jeden einzelnen PC entsprechende Software-Lizenzen erworben werden; anstelle dessen entrichten die Universitäten Lizenzgebühren in Abhängigkeit von der Anzahl der Beschäftigten und Nutzer, die damit die

Während im Bereich E-Commerce-Download der „Sweet-Spot“ bei Unternehmen mit einem Online-Umsatz von EUR 1-10 Mio. liegt, sind im Bereich Academics alle Hochschuleinrichtungen potenzielle Kunden von Nexway.

lizenzierte Desktop-Software auf beliebigen Rechnern und Geräten der jeweiligen Hochschulen sowie zum Arbeiten auf ihren privaten Computern nutzen können. Überdies bieten die mit Nexway abgeschlossenen Rahmenverträge den Hochschulen einheitliche Konditionen an. Diese erleichtern das Lizenzmanagement und ermöglichen ein höheres Maß an Standardisierung. Die Einsparpotenziale bei Beschaffungszeit und -kosten sind damit nach unserer Einschätzung erheblich.

ABBILDUNG 18: SCREENSHOT EINES UNIVERSITÄTSPORTALS



Mehr als 80% der deutschen Hochschulen und Universitäten nutzen die von Nexway angebotenen Beschaffungsportale.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

### Lieferanten und Kunden von Nexway im Bereich Academics

Lieferanten der Software sind zum einen Softwareentwickler wie Microsoft oder Adobe, zum anderen die klassischen Distributoren wie Ingram oder TechData. Vier Softwarehersteller – Microsoft (49%), Adobe (21%), Ansys (11%) und IBM (6%) – sind Angabe gemäß für etwa 85% der Wiederverkaufserlöse (brutto) verantwortlich.

Im Geschäftsbereich Academics ist Nexway ausschließlich im deutschsprachigen Raum präsent und hat laut Nexway mit mehr als 80% der Universitäten klar die Marktführerschaft übernommen.

Die Kunden von Nexway sind Universitäten und Fachhochschulen wie die Freie Universität Berlin oder die RWTH Aachen, Universitätskliniken sowie wissenschaftliche Forschungseinrichtungen wie die Max-Planck-Gesellschaft oder das Forschungszentrum Karlsruhe. Während Nexway im Kerngeschäftsbereich global aufgestellt ist, wird der Geschäftsbereich Academics nur im deutschsprachigen Raum betrieben. Die Kundenstruktur ist nach Aussage der Gesellschaft stark diversifiziert.

### Wettbewerb im Bereich Academics

Derzeit sind mehr als 80% der deutschen Universitäten und Hochschulen Kunden von Nexway. Wettbewerb geht von drei Unternehmen aus: Software 1, Cancom und

Crayon. Diese sind, wie nachstehende Tabelle 8 belegt, nach unserer Einschätzung jedoch in wesentlichen Punkten schlechter positioniert als Nexway:

TABELLE 8: WETTBERWERB IM BEREICH ACADEMICS				
	Nexway	Software 1	Cancom	Crayon
Komplexität des Beschaffungsportals				
Anzahl angebotener Softwarehersteller				
Möglichkeit kundenspezifischer Anpassungen				
Schnittstelle zu SAP				
Rollenbasierte Funktionalitäten				

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Geschäftsmodell im Bereich Academics**

Wie auch im Kerngeschäft erhält Nexway im Bereich Academics eine prozentuale Beteiligung an den Brutto- oder Nettoerlösen, die mit dem Vertrieb der digitalen Produkte oder durch Softwareaktualisierungen über den Onlineshop erzielt werden. In diesem Bereich setzen sich die Erlöse zu 85% aus dem Wiederverkauf von Software von mehr als 130 Softwareherstellern zusammen. Die verbleibenden 15% verteilen sich auf den Aufbau und die Pflege des E-Procurement-Portals über ein Software-as-a-Service-(SaaS-) Modell (13%). Schließlich können sonstige kundenspezifische Dienstleistungen vergütet werden, etwa aus Office 365-, Marketing- oder SEO-Dienstleistungen.



## Zusammenschluss von Nexway und asknet

Durch den Zusammenschluss von Nexway SAS und asknet AG ist ein global tätiger Download-Outsourcing-Spezialist entstanden, der nicht nur durch seine Größe, sondern auch durch seine wesentlich weitere Abdeckung von Territorien und Branchen nach unserer Einschätzung ungleich breiter aufgestellt ist als die beiden Einzelgesellschaften zuvor. Hinzu kommt, dass kaum Überschneidungen in den Kernmärkten – Deutschland und Frankreich – festgestellt werden können.

### Zusammenschluss ermöglicht erhebliche Synergien

Ende 2018 hat asknet 100% der Anteile an Nexway SAS übernommen. Ende Januar 2019 wurde die Übernahme abgeschlossen. Nach unserer Einschätzung werden durch den Zusammenschluss erhebliche Synergien gehoben werden, da die kombinierte Nexway-asknet-Gruppe den digitalen Handel weltweit verarbeiten und unterstützen und dabei die Anforderungen der globalen Zahlungssysteme, der Abonnementmodelle und der Kundenbedürfnisse erfüllen wird.

Beide Unternehmen verfügen nach unserer Einschätzung über hochgradig synergetische Geschäfte mit komplementären technischen Fähigkeiten, einem diversifizierten Kundenstamm und einer breiten geografischen Präsenz. Ziel des Zusammenschlusses ist es, einen dynamischen, innovativen und kapitalkräftigen Marktführer im E-Commerce-Dienstleistungsgeschäft mit einem vielfältigen Kundenportfolio von Softwareanbietern über Spieleunternehmen bis hin zu einer großen Zahl an digitalen Marktplätzen zu schaffen.

TABELLE 9: KOMBINATION DER STÄRKEN

	asknet	Nexway
Abgedeckte Industrien	Software	Software, Online-Gaming, Einzelhandel, Content Portale, Service Provider, HW-Hersteller
Abgedeckte Regionen	Asien, Nordeuropa, USA	Südeuropa, Nord- und Südamerika
Technologie	Oracle	SaaS, API, Cloud
Headquarter und Niederlassungen	Karlsruhe, San Francisco, Tokio	Paris, Nimes, Katowice

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

# Unternehmensgeschichte, Management, Aktionärsstruktur und Unternehmensstrategie

Die heutige Nexway ist erst im vergangenen Jahr aus der Übernahme von Nexway SAS durch die asknet AG entstanden. Asknet wiederum wurde 1995 als Spin-off des Rechenzentrums der Universität Karlsruhe gegründet; 2006 folgte der Gang an den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Nexway SAS wurde 2002 in Paris gegründet.

## Überblick über die Unternehmensgeschichte

Nachfolgende Abbildung 19 gibt einen Überblick über die Unternehmensgeschichte von Nexway:

ABBILDUNG 19: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK

asknet AG	Nexway SAS	Nexway AG
<b>1995</b> Gründung der asknet AG als Spin-off der Karlsruher Universität	<b>2002</b> Gründung der Nexway SAS und Telechargement.fr in Paris	<b>2018</b> Beginn der strategischen Partnerschaft zwischen asknet und Nexway
<b>2004</b> Gründung der asknet Inc. in den USA	<b>2005-06</b> Round A- und B-Finanzierung mit Turenne Capital Partners & Xange PE	<b>2019</b> Mehrheitliche Übernahme von Nexway durch asknet
<b>2006</b> Joint venture mit Softbank mit anschließender Pre-IPO-Beteiligung	<b>2010-11</b> Round C-Finanzierung mit BPIFrance und IDInvest t	<b>2019</b> Umfirmierung von asknet AG in Nexway AG
<b>2006</b> IPO am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse		

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Zwei Vorstände

Aktuell wird Nexway von zwei Vorständen geleitet. Diese sind erst seit kurzer Zeit in ihrer aktuellen Position, verfügen jedoch über langjährige, nationale wie internationale Erfahrungen in der Entwicklung und dem Vertrieb von Internet-Vertriebslösungen:

- ⑤ **Victor Iezuitov** ist CFO der Nexway AG und zugleich verantwortlich für Investor Relations. Zuvor war er CFO der Beteiligungsgesellschaft The Native, dem ehemaligen Mehrheitsaktionär von asknet.
- ⑤ **Norman Hansen** ist COO der Nexway AG und zugleich Präsident der Nexway SAS. Davor war er Mitglied des Verwaltungsrats in mehreren börsennotierten und privaten Gesellschaften in den USA, Österreich und Russland.

Unterstützt werden die Vorstände durch einen operativ engagierten Aufsichtsrat, der sich aus folgenden Personen zusammensetzt:

- ⑤ **Aston Fallen** (Vorsitzender des Aufsichtsrats) war vor der Fusion von asknet mit der Nexway SAS deren Vorstandsvorsitzender.
- ⑤ **Thomas Garrahan** (stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats) ist Geschäftsführender Direktor der AlphaQ Ltd., einem Schweizer Anbieter von Digitalkommunikation, Videoproduktionen und POS-Apps.
- ⑤ **Matthew Baile** (Aufsichtsratsmitglied) ist CEO von DirecSource Asia (Hongkong), einem virtuellen Hersteller (im Sinne eines sogenannten asset free manufacturing).

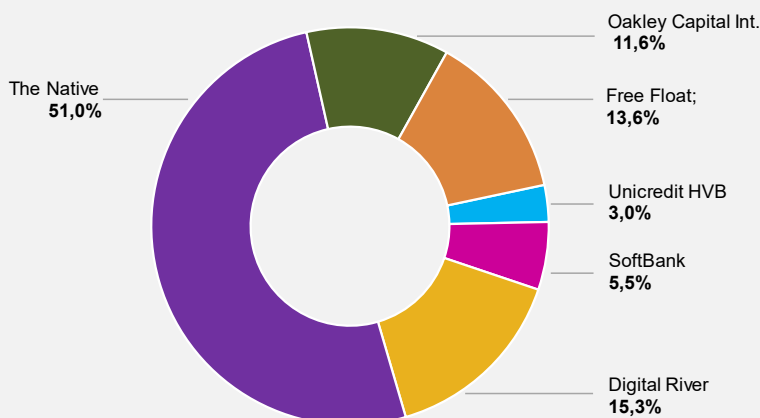
Seit einer Kapitalherabsetzung mit anschließender Kapitalerhöhung besteht das Grundkapital der in Karlsruhe ansässigen Gesellschaft aus EUR 0,654 Mio. Es setzt sich aus 653.765 Stück auf den Inhaber lautenden Stammaktien zusammen. Großaktionäre sind die Schweizer Beteiligungsgesellschaft The Native, der US-Mitbewerber Digital River, die britische Oakley Capital, die japanische SoftBank und Unicredit/HVB. Der Free Float liegt bei 13,6%.

#### 0,654 Mio. Stück ausstehende Aktien

Seit November 2006 sind die Aktien der asknet AG im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse und am elektronischen Handelssystem Xetra notiert. Nach einer Kapitalherabsetzung mit anschließender Kapitalerhöhung Mitte 2018 setzt sich das Grundkapital der Gesellschaft von EUR 0,654 Mio. aus 653.765 Stück Stammaktien mit einem Nennwert von EUR 1,00 je Aktie zusammen. Nach der Übernahme der Nexway SAS durch asknet erfolgte die Umfirmierung in Nexway AG.

Die Aktien von Nexway werden im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse und auf der elektronischen Handelsplattform Xetra gehandelt.

ABBILDUNG 20: AKTIONÄRSSTRUKTUR (STAND AUGUST 2019)



Die Aktionärsstruktur des Unternehmens weist zurzeit einen Free Float von 13,6% aus. 86,4% der Aktien werden von fünf Großaktionären gehalten. Mit 51,0% der Anteile ist die Beteiligungsgesellschaft The Native der Mehrheitsaktionär von Nexway. Zweitgrößter Einzelaktionär ist der US-Mitbewerber Digital River (15,3%).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**86,4% der Aktien werden von fünf Großaktionären gehalten**

Die Stammaktien der Gesellschaft werden von fünf Gesellschaften mit Beteiligungsquoten zwischen 3,0% und 51,0% gehalten. Größter Einzelaktionär der Gesellschaft ist mit einem Anteilsbesitz von 51,0% der Aktien die Schweizer Beteiligungsgesellschaft The Native. 15,3% des Grundkapitals werden von dem US-Wettbewerber und Download-Outsourcing-Weltmarktführer Digital River gehalten; 11,6% von der britischen Oakley Capital; 5,5% bzw. 3,0% sind seit dem Börsengang von asknet in den Händen der japanischen Beteiligungsgesellschaft SoftBank und der Unicredit/HypoVereinsbank.

**Überblick über die aktuelle Unternehmensstrategie**

Laut Aussagen der Gesellschaft besteht die Strategie von Nexway darin,

- ⑤ auch in Zukunft die Expansion in allen Gebieten fortzuführen,
- ⑤ natürliche Synergieeffekte auf der Grundlage der bestehender Kundenportfolios weiterzuentwickeln,
- ⑤ das neu aufgelegte „Direct to the consumer“-Geschäftsmodell zu beleben,
- ⑤ die angestoßenen E-Payment-Zahlungserleichterungen zur Verbesserung des Produktangebots weiterzuentwickeln und dadurch
- ⑤ den Umsatz je Bestandskunden zu steigern.

# Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Stärken** von Nexway:

Stärken

- ⑤ **Globale Marktstellung:** Als global aufgestelltes Unternehmen ist Nexway in der Lage, seinen Kunden eine breite Palette an Dienstleistungen in den Bereichen Sprachauswahl, Zahlungsmethoden oder Customer Service anzubieten. Da die Technologie hochgradig skalierbar ist, kann Nexway seinen Kunden schnell zusätzliche Kapazitäten anbieten, sollte der Markt weitere Ressourcen oder Sprachangebote verlangen.
- ⑤ **Diversifizierung durch Geschäftsbereich Academics:** Auf der operativen Seite sind die beiden Geschäftsmodelle E-Commerce und Academics ein Vorteil. Vor allem die unterschiedlichen Kundengruppen und eine geringe konjunkturelle Abhängigkeit im Bereich Academics ermöglichen eine stetigere und stabilere Umsatzentwicklung für Nexway.
- ⑤ **Solide Bilanz:** Zum Jahresende 2018 wies Nexway eine Nettofinanzposition (bereinigt, bezogen auf Excess Cash) von rund EUR 0,2 Mio. auf. Sollte es zu einer Verschärfung der Wettbewerbsintensität kommen, kann Nexway nach unserer Einschätzung auf größere finanzielle Ressourcen zurückgreifen als nicht börsennotierte Wettbewerber.
- ⑤ **Hohe Markteintrittsbarrieren:** Die Markteintrittsbarrieren für Newcomer sind in beiden Geschäftsbereichen, in denen Nexway tätig ist, hoch. Insbesondere die langfristig gewachsenen Kundenbeziehungen im Bereich Academics stellen aus unserer Sicht für Nexway einen entscheidenden Wettbewerbsfaktor dar. Dennoch steht Nexway vor der dauernden Aufgabe, sich von potenziellen und tatsächlichen Wettbewerbern durch die Antizipation neuer Trends und Tendenzen abzuheben und neue Dienstleistungen und Produkte auf den Markt zu bringen, die diese zukünftigen Bedürfnisse befriedigen.
- ⑤ **Geringe Forderungsausfallsquote:** Das Kundenportefeuille von Nexway zeichnet sich nach Einschätzung des Managements durch seine hohe Bonität aus. Der Forderungsausfall war in der Vergangenheit laut Unternehmensangaben vernachlässigbar.
- ⑤ **Geringe konjunkturelle Abhängigkeiten:** Nexway erwirtschaftet einen erheblichen Anteil seiner Roherträge mit Kunden aus dem Segment Security Software, deren Produkte aus unserer Sicht als mission-critical und damit konjunkturunabhängig eingestuft werden können. Auch den Bereich Academics stufen wir aufgrund des öffentlich-rechtlichen Charakters vieler Kunden als wenig konjunktursensibel ein. Beträchtliche Teile des Geschäftsvolumens dürften damit gegenüber einem möglichen konjunkturellen Abschwung abgesichert sein.
- ⑤ **Keine M&A-Aktivitäten:** Mit Ausnahme des de facto-Mergers von asknet mit Nexway hat das Unternehmen bis dato von Übernahmen abgesehen. Da diese in der Technologiebranche ohnehin meist wenig wertschöpfend sind, konnte Nexway problematische Eingliederungen von zugekauften Unternehmen in die eigene Architektur vermeiden und kann – im Gegensatz zu den meisten Wettbewerbern – eine Lösung aus „einem Guss“ anbieten.
- ⑤ **Potenzielles Übernahmeziel:** Da ein Großteil der Aktionäre von Nexway identifiziert werden kann, erscheint das Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von

unter EUR 15,0 Mio. für die unverschuldete Gesellschaft (Cash free/Debt free) als ein grundsätzliches Übernahmeziel.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Nexway:

**Schwächen**

- ⑤ **Fehlende langfristige Historie:** In der aktuellen Unternehmensstruktur existiert Nexway erst seit kurzer Zeit. Unsere kurz- und mittelfristigen Finanzprognosen sind daher mit erheblicher Unsicherheit verbunden, zumal bislang kein testierter Jahresabschluss des Unternehmens in der jetzigen Form vorliegt.
- ⑤ **Verbesserungsfähige Profitabilität:** Auf Jahresebene konnte Nexway in den vergangenen Jahren oftmals kein positives Betriebsergebnis erzielen. Die schwache Ertragslage war dabei nicht allein auf Marktgegebenheiten zurückzuführen, sondern auch auf einen relativ hohen Personalbestand. Nach der Fusion wurde dieser im Rahmen eines Kostenanpassungsprogramms deutlich reduziert, so dass die Gesellschaft nach unserer Einschätzung ab dem kommenden Jahr nachhaltig die Gewinnzone erreichen wird.
- ⑤ **Hohe Abhängigkeit von Einzelkunden:** Die bedeutendsten fünf Kunden werden nach unserer Einschätzung im laufenden Jahr für etwa zwei Drittel der Roherträge im Bereich E-Commerce verantwortlich sein. Zwar sind die Kundenbeziehungen aufgrund der hohen Bedeutung des Absatzkanals Internet langfristig ausgelegt, doch kann eine Abhängigkeit von diesen Einzelkunden nicht bestritten werden.
- ⑤ **Stock Overhang:** Aus der Aktionärsstruktur, wie er sich nach der Fusion ergibt, kann ein Stock Overhang abgeleitet werden. Da Nexway im kommenden Jahr nach unseren Schätzungen erstmals nachhaltig in die Gewinnzone eintritt, wäre ein heutiger Verkauf der Aktienpakete nach unserer Einschätzung der denkbar schlechteste Zeitpunkt. Zudem gehen wir davon aus, dass ein möglicher Verkauf nicht über die Börse abgewickelt werden würde, sondern über eine außerbörsliche Privatplatzierung.
- ⑤ **Fehlende IR-Aktivitäten:** Weder asknet noch Nexway haben in den letzten Jahren aktive Investor Relations-Politik betrieben. Damit müssen Kontakte zu institutionellen Small Caps-Investoren erst sukzessive aufgebaut werden.
- ⑤ **Geringe Liquidität der Aktie:** Die Marktkapitalisierung des Free Floats von knapp EUR 2,0 Mio. wird für ein Engagement seitens institutioneller Investoren häufig als zu gering eingeschätzt. Mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von nur 500 Stück Aktien oder etwa EUR 10.000 pro Tag während der letzten 52 Wochen muss auch die geringe Liquidität der Aktie beachtet werden.
- ⑤ **Abhängigkeiten vom Management:** Nexway ist nach unserer Einschätzung in erheblichem Maße davon abhängig, dass die derzeitigen Vorstände im Unternehmen verbleiben.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Nexway tätig ist:

**Chancen**

- ⑤ **Attraktives Marktumfeld:** Nexway ist einer der wenigen, global tätigen Download-Anbieter digitaler Produkte. Als Pure Play wird Nexway nach unserer Einschätzung von dem anhaltenden E-Commerce-Boom profitieren und Marktanteile aus dem Offline-Markt gewinnen. Die Gründe, den Download digitaler Produkte an Spezialanbieter wie Nexway outzusourcen, sind vielfältig: Durch die Ausschaltung einer Handelsebene kann der Anbieter im Vergleich zum klassischen Verkauf seiner Produkte (etwa von Software-Boxen) höhere Margen generieren, erhält detaillierte

Informationen über seine Kunden, kann die Time-to-Market signifikant reduzieren und Endkunden durch gezielte sowie weltweite Marketingstrategien ansprechen. Durch das Outsourcing des Downloads digitaler Produkte vermeidet das Unternehmen hohe Upfront-Kosten, profitiert von den weitreichenden Beziehungen eines Spezialanbieters wie Nexway, insbesondere in den Bereichen Fulfillment und Billing, und kann auf lokalisierte Shops mit individuellen Preisen, Währungen und Zahlungsmethoden zurückgreifen.

- Ⓢ **Stabilität durch SaaS-Modell:** Immer mehr Anwendungen werden auf der Basis von SaaS- (Software as a Service-) Verträgen angeboten. Durch derartige Abonnementlösungen wird das Geschäftsmodell von Nexway stabilisiert.

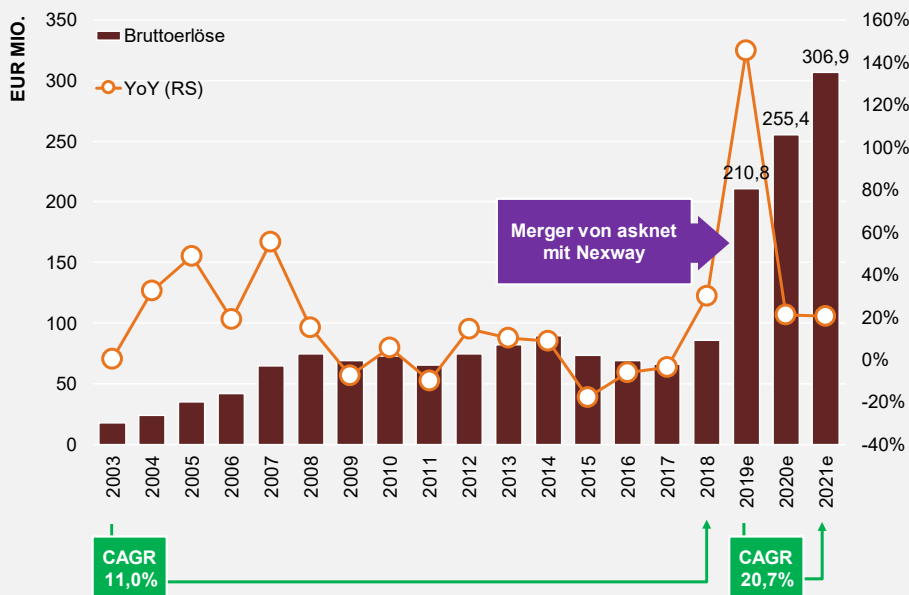
Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Nexway tätig ist: **Risiken**

- Ⓢ **Hohe Wettbewerbsintensität:** Nexway steht im Wettbewerb mit anderen E-Commerce-Outsourcing-Spezialisten wie Digital River, ESDNOW, Avangate oder Cleverbridge, mit Softwareentwicklern und Online-Einzelhändlern, die ihre eigenen E-Commerce-Seiten unterhalten, und auch mit global tätigen Systemintegratoren wie EDS und IBM, die für ihre Kunden E-Commerce-Dienstleistungen durchführen.
- Ⓢ **Abhängigkeit von der operativen Entwicklung der Kunden:** Eine möglicherweise unausgewogene oder marktferne Preis- oder Produktpolitik der Download-Kunden schlägt sich unmittelbar in den Ertragszahlen von Nexway nieder.
- Ⓢ **Verbreitung von Apps:** Eine anhaltende Verbreitung von Apps könnte langfristig den Download von umfangreichen Software-Paketen oder Online-Games von den Webseiten der Anbieter entbehrlich machen.
- Ⓢ **Konjunkturelle Abhängigkeit:** Von einem Stimmungsumschwung vor dem Hintergrund der internationalen Handelskonflikte und einem konjunkturellen Einbruch würden die Kunden von Nexway unserer Einschätzung nach überdurchschnittlich betroffen werden. Ein rückläufiges Wirtschaftswachstum würde sich damit zeitnah auf die Ertragslage von Nexway niederschlagen.
- Ⓢ **Zeitliche Befristung der Verträge:** Die Verträge mit den Kunden von Nexway sind laut Angabe der Gesellschaft zeitlich befristet, in der Regel auf ein Jahr. Bei Zufriedenheit des Kunden werden die Verträge in der Regel verlängert, zumal die Wechselkosten und -risiken erheblich sein können. Eine Garantie hierfür besteht allerdings nicht.

# Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Nexway generiert den überwiegenden Teil seiner Erlöse über transaktionsabhängige Vertriebsprovisionen. Je erfolgreicher die von Nexway betriebenen Portale sind, desto höher sind auch die Einnahmen. Auf der Kostenseite dominieren Materialaufwendungen, also die Anteile der an die Kunden weiterzureichenden Umsätze, sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, insbesondere Billing-Fees, wenn Endkunden ihre Käufe mit Kreditkarten bezahlen. Durch die Fusion mit asknet hat Nexway die kritische Größe erreicht und wird nach unserer Einschätzung aufgrund einer wesentlich verbesserten Marktpräsenz in den kommenden Jahren deutliche zweistellige Umsatzwachstumsraten aufweisen sowie nachhaltig die Gewinnzone erreichen. Dabei wird Nexway nach unserer Einschätzung bis zum Jahr 2021e, in dem das Ende unserer Detailplanungsphase markiert wird, die Erlöse auf EUR 306,9 Mio. steigern. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzernenerlöse für den Zeitraum 2019e-21e von 20,7%. Darüber hinaus erwarten wir konstante Materialaufwandsquoten verbunden mit erheblichen Synergieeffekten beim Personal, wovon die Ertragslage ab dem kommenden Jahr deutlich profitieren sollte. Dementsprechend rechnen wir bis 2021e mit einem Anstieg des operativen Ergebnisses auf EUR 4,7 Mio., woraus sich für das unverschuldete Unternehmen ein Ergebnis je Aktie von EUR 5,45 ableiten lässt.

ABBILDUNG 21: BRUTTOUMSATZ UND BRUTTOUMSATZWACHSTUMSRATE, 2003-21E



Bedingt durch die subkritische Größe lagen die von asknet in den vergangenen Jahren erzielten jährlichen Wachstumsraten nur im knapp zweistelligen Prozentbereich, was entsprechende Marktanteilsverluste zur Folge hatte. Durch die Fusion von asknet mit Nexway hat die fusionierte Nexway diese kritische Größe nach unserer Einschätzung überschritten. Damit dürfte Nexway in den kommenden Jahren seine Geschäftstätigkeit deutlich erweitern und höhere Umsatzwachstumsraten aufweisen als in den vergangenen Jahren.

Letztlich rechnen wir damit, dass Nexway bis 2021e, in dem das Ende unserer Detailplanungsphase markiert wird, die Erlöse auf über EUR 300 Mio. steigern wird. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzernenerlöse für den Zeitraum 2019e-21e von 20,7%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Das Geschäftsmodell von Nexway basiert überwiegend auf der Vereinnahmung von volumenabhängigen Transaktionserlösen

Den Hauptteil der Erlöse generiert Nexway aus volumenabhängigen Transaktionszahlungen. Diese kann Nexway seinen Kunden in Rechnung stellen, wenn deren digitale Produkte (Software, Computerspiele etc.) über einen von Nexway konzipierten und betriebenen Online-Shop heruntergeladen werden. Die durch den Download eingezogenen Verkaufspreise werden anschließend um die von Nexway beanspruchten Vertriebsprovisionen gekürzt und an die Produkthanbieter weitergeleitet. Bei Nexway

Der Erfolg der Kunden und von Nexway sind unmittelbar miteinander korreliert.



verbleiben die Roherträge, intern auch „Service Revenues“ genannt, welche damit die für Nexway relevante Steuerungsgröße darstellen.

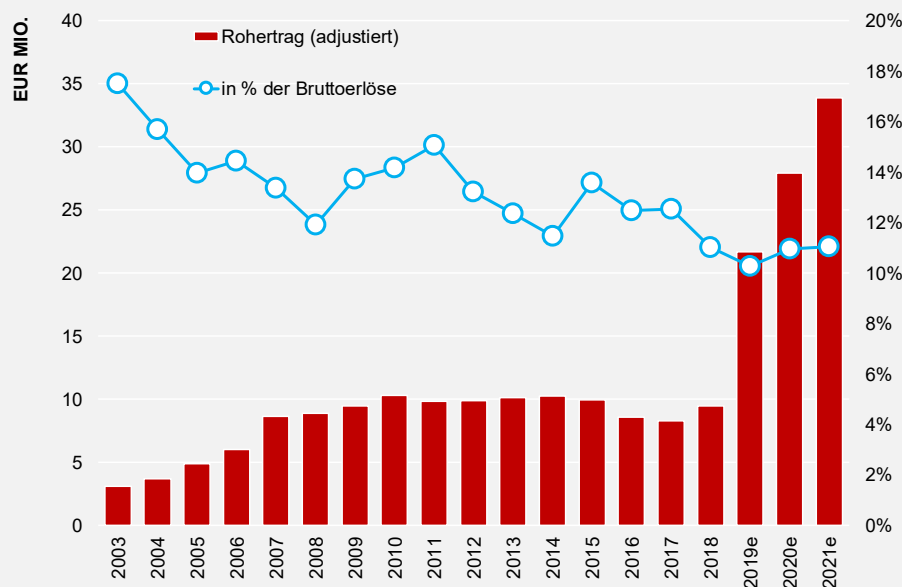
Von geringerer Bedeutung sind die von Nexway angebotenen Zusatzdienstleistungen, wenn etwa Endkunden nach einem Absturz ihres Computers die digitalen Produkte nochmals beziehen, das Angebot von Backup-CDs, Versandgebühren oder Marketingdienstleistungen. Auch die Erstellung und Inbetriebnahme der Shops werden in der Regel über eine Festpreisvereinbarung vergütet.

### Materialaufwandsquote unverändert

Die Materialkosten bestehen im Wesentlichen aus jenen Umsatzanteilen, die Nexway an die Anbieter der digitalen Produkte, also z. B. die Softwareentwickler oder die Games-Publisher, weiterleitet. In den vergangenen 16 Jahren lag die Materialaufwandsquote zwischen 82,3% und 87,4% der Bruttoerlöse, zuletzt mit steigender Tendenz, da die einfache Bereitstellung von Download-Leistungen insbesondere im Software-Bereich zu einem immer stärker commodity-ähnlichen Bestandteil der Wertschöpfungskette wurde. Nach der Fusion von asknet mit Nexway und die zukünftig stärkere Ausrichtung auf softwarefremde Branchen rechnen wir für die Jahre 2019e bis 2021e mit Materialaufwandsquoten zwischen 88,6% und 89,2%.

Die Materialaufwandsquote hat eine ähnliche Bedeutung für den Unternehmenserfolg wie bei einem Einzelhändler.

ABBILDUNG 22: ROHERTRAG UND ROHERTRAGSMARGE, 2003-21E



Die Materialkosten bestehen im Wesentlichen aus jenen Umsatzanteilen, die Nexway an die Anbieter der digitalen Produkte, also z. B. Softwareentwickler oder Games-Publisher, weiterleiten muss. In den vergangenen 16 Jahren lagen die Materialaufwandsquoten zwischen 82,3% und 87,4% der Bruttoerlöse, mit zuletzt steigender Tendenz, da die pure Bereitstellung der Download-Leistungen insbesondere im Software-Bereich einen immer stärker commodity-ähnlichen Charakter erhalten hat. Nach der Fusion von asknet mit Nexway und die dadurch ermöglichte Einbeziehung softwarefremder Branchen wie das Games-Publishing rechnen wir für die Jahre 2019e bis 2021e mit Materialaufwandsquoten zwischen 88,6% und 89,2%. Die Rohertragsmarge sollte sich damit stabilisieren bis 2021e auf bis zu 11,4% erholen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Entscheidende Steuerungskennzahl für Nexway ist der Rohertrag

Bei Bruttoerlösen von EUR 85,8 Mio. erzielte Nexway (bezogen auf den Teilkonzern asknet) im vergangenen Jahr Roherträge in Höhe von EUR 11,0 Mio. (+1,4% YoY). Dies entspricht einer Rohertragsmarge in Höhe von 12,6%. Durch die Fusion von asknet mit Nexway werden sich die Roherträge in diesem Jahr auf EUR 22,9 Mio. nach unserer Einschätzung mehr als verdoppeln. Für die anschließenden beiden Jahre

rechnen wir mit einem weiteren Anstieg der Roherträge auf dann EUR 35,1 Mio. oder 11,4% der Bruttoumsätze (2021e).

#### **Personalaufwendungen stagnieren auf niedrigem Niveau**

Zum Jahresende 2018 beschäftigte asknet 85 Mitarbeiter. Nach der Fusion gehen wir von derzeit 166 Mitarbeitern aus. Der fusionsbedingte Anstieg des Geschäftsvolumens (+145,6%) dürfte sich damit nicht in einem Anstieg der Beschäftigtenzahlen (+95,3%) widerspiegeln.

In Summe führt dies zu Entlastungen der Personalaufwendungen, die die Personalaufwandsquote im kommenden Jahr 2020e auf 6,4% von 6,5% im Jahr 2018 drücken sollte. Für das Jahr 2021e rechnen wir mit einer weiter rückläufigen Personalaufwandsquote von 5,5%.

#### **Sonstige betriebliche Aufwendungen modellimmanent von hoher Bedeutung**

Von besonderer Bedeutung für die Ertragslage sind bei Nexway die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Endkunden, die digitale Produkte downloaden und als Bezahloption „Kreditkarte“ angeben, verursachen eine stärkere Belastung der Ertragslage von Nexway als Kunden, die die Bezahloption „Bankeinzug“ oder „Vorauszahlung“ wählen, da Nexway die Kosten der Zahlungsabwicklung tragen muss, die in den letzten beiden Fällen deutlich niedriger sind.

Die Kosten der Zahlungsabwicklung sind naturgemäß von den Bruttoerlösen abhängig. Nach unseren Schätzungen liegt ihr Anteil an den Roherträgen bei einer Kreditkartenoption bei über 20%. Dennoch kann über die Jahre hinweg eine tendenzielle Verbesserung der Aufwandsposition festgestellt werden, die durch Größeneffekte bei den nicht mit der Zahlungsabwicklung verbundenen Kostenpositionen wie Miet- oder Reiseaufwendungen zu erklären ist. Per Saldo erwarten wir für dieses Jahr eine Aufwandsquote von 3,9% der Bruttoerlöse (2018: 6,7%).

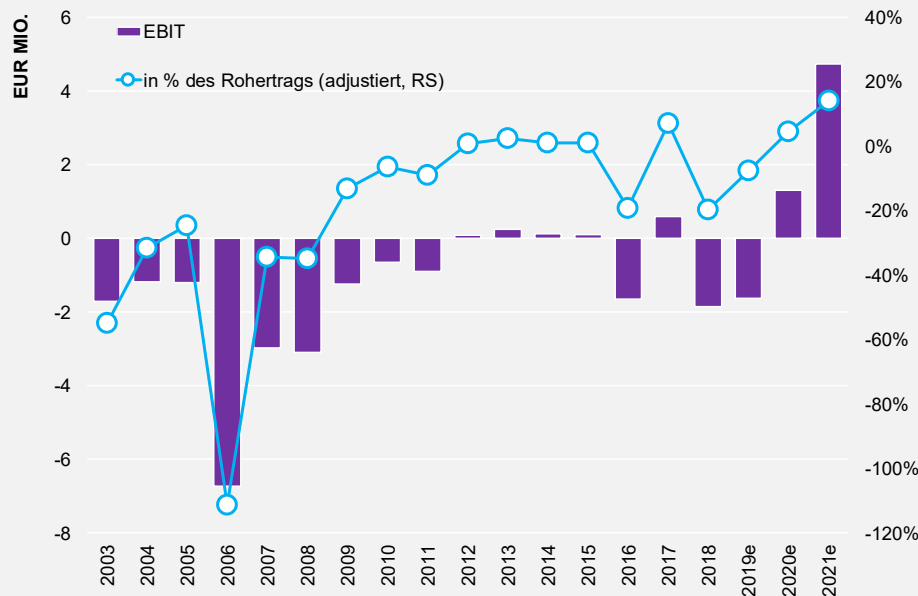
#### **2019e letztmals negative EBIT-Marge auf Gesamtjahressicht erwartet**

Im laufenden Geschäftsjahr 2019e rechnen wir letztmals mit einer negativen EBIT-Marge: Bei einem EBIT von EUR -0,2 Mio. dürfte die operative Marge bei -0,9% der Roherträge liegen, deutlich höher als noch im Vorjahr (-19,7% der Roherträge). Für 2020e und 2021e rechnen wir mit einem deutlichen Ergebnisanstieg auf dann EUR 1,3 Mio. und EUR 4,7 Mio. Verantwortlich für die operative Verbesserung sind neben dem erwarteten Umsatzwachstum vor allem die aus der Fusion von asknet mit Nexway realisierbaren Skaleneffekte.

#### **Steuerquote aufgrund von Verlustvorträgen vernachlässigbar**

Die Steuerquote von Nexway war aufgrund körperschaftsteuerlicher Verlustvorträge bislang gering. Die Verlustvorträge wurden durch die Kapitalherabsetzung im Jahr 2017 jedoch aufgebraucht, so dass wir nach Erreichen der Gewinnzone von einer durchschnittlichen Steuerquote zwischen 25% und 30% ausgehen.

ABBILDUNG 23: EBIT UND EBIT-MARGE, 2003-21E



Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass mit dem von Nexway betriebenen Geschäftsmodell eine operative Marge von bis zu 15% (Bezugsgröße Rohertrag) erreicht werden kann. Von diesen Werten war Nexway vor der Fusion aufgrund der nach unserer Einschätzung subkritischen Größe von asknet und Nexway in ihrem Stand-Alone-Zustand weit entfernt. Nach der Fusion rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung der Marge.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Auch auf Nachsteuerebene profitabel

Das brutto wie netto nach wie vor unverschuldete Unternehmen wird nach unseren Schätzungen auch beim Ergebnis vor und nach Steuern eine mit dem EBIT vergleichbare Entwicklung aufweisen. Für das laufende Jahr 2019e erwarten wir eine Verbesserung des Vorsteuerergebnisses auf EUR -1,6 Mio. (2018: EUR -1,9 Mio.). Bis 2021e rechnen wir mit einem Ergebnisanstieg auf dann EUR 4,8 Mio. Dies entspricht einer von uns erwarteten Vorsteuerrendite von 14,0%, eine Größenordnung, die aufgrund der nach der Fusion möglichen Kostenstrukturen auf dem Niveau anderer E-Commerce-Anbieter liegen dürfte.

Infolge einer von uns erwarteten weiterhin fehlenden Nettoverschuldung ergeben sich zwischen EBIT und Ergebnis vor Steuern nur geringfügige Abzugspositionen.

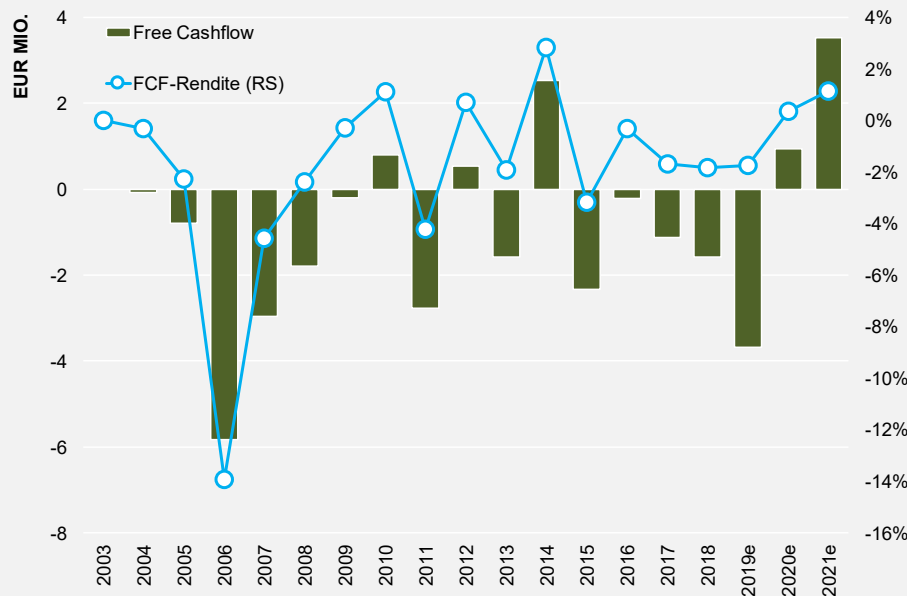
Unter Zugrundelegung einer 25%igen Steuerquote rechnen wir auch beim Nachsteuerergebnis mit einem Anstieg auf dann bis zu EUR 3,6 Mio. (2021e). Bezogen auf 0,654 Mio. Stück Aktien entspricht dies bis zum Jahr 2021e einem Anstieg des EPS auf EUR 5,45 je Aktie.

### Negatives Working Capital

Das Geschäftsmodell von Nexway ist ausgesprochen asset-light. Investitionen in Sachanlagen spielen bei Nexway keine Rolle. Auf der anderen Seite profitiert Nexway von einer negativen Working Capital-Position, da die Zahlungen der Endkunden früher bei Nexway eingehen als die Zahlungsausgänge an die Verkäufer der digitalen Produkte und zudem Vorräte vernachlässigbar sind. Zum Jahresende 2018 lag das Working Capital bei EUR -1,5 Mio. Das heißt, dass Nexway das erwartete Wachstum nicht durch Kapitalaufnahmen refinanzieren muss. Für die Jahre 2020e und 2021e rechnen wir mit einem Net Working Capital von jeweils EUR -1,4 Mio.

In den kommenden drei Jahren unserer Detailplanungsperiode haben wir keine Kapitalerhöhungen modelliert.

ABBILDUNG 24: FREIE CASHFLOWS UND FCF-MARGE, 2003-21E



In zwölf der letzten 16 Jahre waren die freien Cashflows negativ, zumeist weil auch die operativen Cashflows negativ waren. Für 2021e rechnen wir aufgrund der deutlichen Ertragsverbesserung mit einem signifikanten Anstieg der Freien Cashflows auf EUR 3,5 Mio. Bezogen auf die Bruttoerlöse entspricht dies einer FCF-Marge von 1,1%.

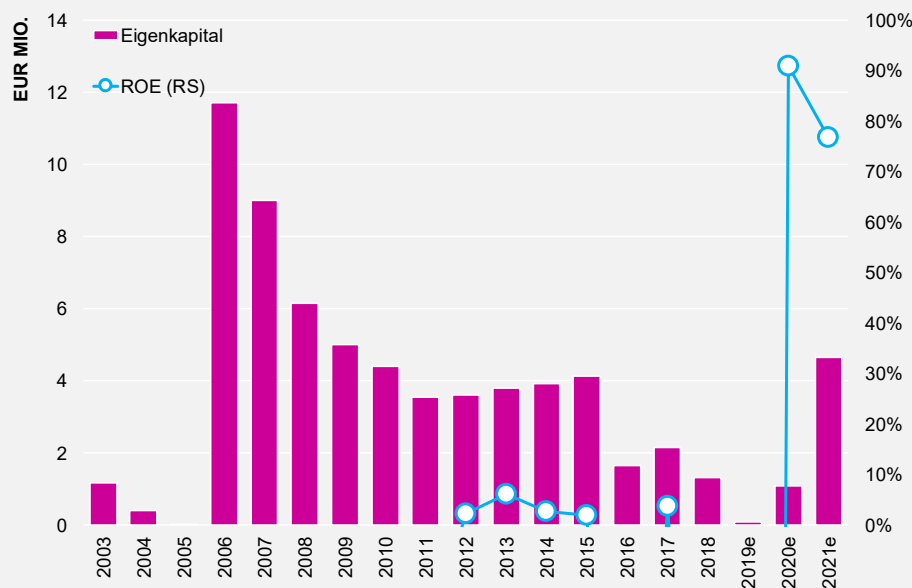
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Wir rechnen bis 2021e nicht mit der Aufnahme von Dividendenzahlungen**

Keine Dividende bis 2021e

Wir gehen davon aus, dass Nexway bis zum Ende unseres Detailplanungshorizonts im Jahr 2021e keine Dividenden ausschütten wird.

ABBILDUNG 25: EIGENKAPITALRENDITE, 2003-21E



In den vergangenen 16 Jahren war Nexway auf Nachsteuerebene nur selten profitabel. Dies sollte sich nach der Fusion von asknet mit Nexway ändern. Trotz der von uns erwarteten Thesaurierung der Erträge gehen wir davon aus, dass die Eigenkapitalrendite bis 2021e deutlich gesteigert werden wird. Ursächlich hierfür ist die von uns erwartete Verbesserung der Ertragslage nach Steuern; die sonstigen, die Eigenkapitalrendite beeinflussenden Faktoren (Asset Turnover, oder Leverage) sind demgegenüber von geringem Einfluss. Basisbedingt rechnen wir für die kommenden drei Jahre mit einem Anstieg der Eigenkapitalrendite auf 76,7%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### **Deutliche Verbesserung der Eigenkapitalrendite**

Trotz der von uns erwarteten Thesaurierung der Erträge gehen wir davon aus, dass die Eigenkapitalrendite bis 2021e deutlich gesteigert werden kann. Ursächlich hierfür ist im Wesentlichen die erwartete Verbesserung der Ertragslage nach Steuern. Damit betreibt Nexway aus unserer Sicht ein nachhaltig wertschöpfendes Geschäftsmodell. Aus vorstehender Abbildung 25 wird ersichtlich, dass wir für die kommenden drei Jahre trotz nahezu konstantem Leverage mit einem Anstieg der Eigenkapitalrendite auf 76,7% rechnen.

### **Management Guidance**

Das Management hat seit dem Zusammenschluss von Nexway und asknet keine detaillierte Guidance für die Umsatz- oder Ertragsentwicklung des laufenden oder der folgenden Geschäftsjahre ausgesprochen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>74,7</b>	<b>68,9</b>	<b>72,7</b>	<b>65,4</b>	<b>74,8</b>	<b>82,2</b>	<b>89,4</b>
YoY	%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,7	0,2	0,1	0,2	0,9	0,6	0,6
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>75,4</b>	<b>69,1</b>	<b>72,8</b>	<b>65,6</b>	<b>75,7</b>	<b>82,8</b>	<b>90,0</b>
YoY	%	15,5%	-8,3%	5,3%	-9,8%	15,4%	9,4%	8,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-65,8	-59,5	-62,4	-55,6	-64,9	-72,1	-79,1
in % der Gesamtleistung	%	-87,3%	-86,1%	-85,7%	-84,7%	-85,8%	-87,1%	-88,0%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>9,6</b>	<b>9,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>	<b>10,8</b>	<b>10,7</b>	<b>10,8</b>
YoY	%	6,3%	0,5%	7,8%	-3,4%	7,1%	-0,5%	1,3%
in % der Gesamtleistung	%	12,7%	13,9%	14,3%	15,3%	14,2%	12,9%	12,0%
<b>Rohrertrag (adjustiert)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>10,3</b>	<b>9,8</b>	<b>9,9</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>
YoY	%	12,3%	8,3%	-12,0%	5,0%	0,5%	-9,9%	43,4%
in % der Gesamtleistung	%	11,8%	13,7%	14,1%	15,0%	13,1%	12,3%	11,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-6,3	-5,7	-5,7	-5,9	-4,8	-5,0	-5,4
in % der Bruttoerlöse	%	-8,4%	-8,2%	-7,8%	-9,0%	-6,3%	-6,1%	-6,1%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-6,2	-5,0	-5,3	-4,9	-5,8	-5,4	-5,2
in % der Bruttoerlöse	%	-8,3%	-7,3%	-7,2%	-7,5%	-7,8%	-6,5%	-5,8%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	-32,7%	-11,6%	-5,2%	-7,7%	2,0%	3,7%	2,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
YoY	%	3,9%	-59,9%	-46,5%	34,7%	n/a	180,0%	-52,2%
YoY	EUR Mio.	0,4	0,1	-0,1	0,3	0,0	-0,2	0,8
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	-34,8%	-13,1%	-6,4%	-9,1%	0,9%	2,3%	1,1%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	-32,2%	-12,0%	-5,7%	-8,6%	1,0%	2,4%	1,1%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	1,0%	1,0%	6,0%	3,3%	-23,8%	-4,2%	-8,3%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	-32,5%	-12,1%	-6,0%	-8,9%	0,8%	2,3%	1,0%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-5,74</b>	<b>-2,28</b>	<b>-1,23</b>	<b>-1,74</b>	<b>0,16</b>	<b>0,46</b>	<b>0,21</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>73,3</b>	<b>68,7</b>	<b>66,2</b>	<b>85,8</b>	<b>210,8</b>	<b>255,4</b>	<b>306,9</b>
YoY	%	-18,0%	-6,3%	-3,7%	29,7%	145,6%	21,1%	20,2%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,7	0,6	0,9	0,9	0,5	0,5	0,5
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	1,6	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>74,0</b>	<b>69,4</b>	<b>68,7</b>	<b>87,4</b>	<b>212,0</b>	<b>256,6</b>	<b>308,2</b>
YoY	%	-17,8%	-6,3%	-0,9%	27,2%	142,5%	21,0%	20,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-63,4	-60,2	-57,9	-76,4	-189,2	-227,4	-273,1
in % der Gesamtleistung	%	-85,6%	-86,7%	-84,2%	-87,4%	-89,2%	-88,6%	-88,6%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,6</b>	<b>9,2</b>	<b>10,9</b>	<b>11,0</b>	<b>22,9</b>	<b>29,2</b>	<b>35,1</b>
YoY	%	-1,9%	-13,4%	18,1%	1,4%	107,3%	27,6%	20,3%
in % der Gesamtleistung	%	14,4%	13,3%	15,8%	12,6%	10,8%	11,4%	11,4%
<b>Rohrertrag (adjustiert)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>9,4</b>	<b>21,7</b>	<b>27,9</b>	<b>33,9</b>
YoY	%	-38,6%	23,8%	-3,3%	14,0%	129,3%	29,1%	21,2%
in % der Gesamtleistung	%	13,5%	12,3%	12,1%	10,8%	10,2%	10,9%	11,0%
Personalaufwand	EUR Mio.	-5,2	-5,4	-4,9	-5,6	-14,9	-16,4	-16,9
in % der Bruttoerlöse	%	-7,1%	-7,8%	-7,5%	-6,5%	-7,1%	-6,4%	-5,5%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-5,2	-5,3	-4,9	-5,7	-8,2	-9,8	-11,6
in % der Bruttoerlöse	%	-7,1%	-7,8%	-7,5%	-6,7%	-3,9%	-3,8%	-3,8%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,0</b>	<b>6,6</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	2,3%	-17,6%	12,0%	-2,7%	-0,9%	10,8%	19,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,4	-1,6	-1,4	-1,7	-1,9
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>4,7</b>
YoY	%	-16,5%	-184,3%	-135,6%	-415,8%	-11,9%	-179,2%	265,2%
YoY	EUR Mio.	-1,2	0,3	0,8	-1,0	2,0	2,3	0,0
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	1,0%	-19,3%	7,1%	-19,7%	-7,6%	4,6%	14,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>4,8</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	0,9%	-21,4%	7,0%	-19,8%	-7,6%	4,7%	14,0%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,5	-0,3	-1,2
in % des EBT	%	-11,2%	0,0%	-85,9%	-2,0%	-27,7%	-25,0%	-25,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>3,6</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	0,8%	-21,4%	1,0%	-19,4%	-5,5%	3,5%	10,5%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,16</b>	<b>-3,60</b>	<b>0,15</b>	<b>-3,26</b>	<b>-1,82</b>	<b>1,50</b>	<b>5,45</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Aktiva), 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3	0,3
Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,8</b>	<b>13,0</b>	<b>14,4</b>	<b>11,3</b>	<b>13,0</b>	<b>12,5</b>	<b>16,2</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	1,0	1,0
DIO	d	2	1	1	1	2	5	4
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	5,0	4,6	5,1	4,8	5,4	6,4	7,6
DSO	d	24	24	25	26	26	28	30
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	0,2	0,2
Liquide Mittel	EUR Mio.	8,2	8,0	8,8	6,1	6,6	4,9	7,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,4</b>	<b>13,4</b>	<b>14,9</b>	<b>11,7</b>	<b>13,5</b>	<b>13,1</b>	<b>17,7</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								



## Bilanz (Aktiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	1,1	1,6	2,9	2,3	3,5	3,5	3,5
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>5,8</b>	<b>8,0</b>	<b>12,7</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,8	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
DIO	d	5	1	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	3,6	3,8	3,2	3,7	4,7	5,7	6,7
DSO	d	18	20	17	15	8	8	8
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,6	0,4	0,3	0,3	0,8	0,8	0,8
Liquide Mittel	EUR Mio.	5,3	5,2	4,5	3,9	0,3	1,4	5,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>10,1</b>	<b>12,3</b>	<b>17,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>
Eigenkapitalquote	%	42,8%	37,2%	29,6%	30,3%	26,7%	29,1%	22,1%
Grundkapital	EUR Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,7	-1,6	-1,5	-1,3	-1,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	1,3	1,4	1,1	1,2	1,4	3,0	3,2
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>9,2</b>	<b>6,8</b>	<b>8,5</b>	<b>6,2</b>	<b>10,2</b>
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	6,4	6,3	8,4	6,2	7,5	5,2	7,3
DPO	d	26,6	25,3	34,1	22,6	14,9	18,8	32,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	0,6	0,9	0,6	1,0	1,1	2,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,5
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,4</b>	<b>13,4</b>	<b>14,9</b>	<b>11,7</b>	<b>13,5</b>	<b>13,1</b>	<b>17,7</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Passiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>4,6</b>
Eigenkapitalquote	%	33,9%	14,3%	19,1%	11,9%	1,0%	8,8%	27,2%
Grundkapital	EUR Mio.	5,1	5,1	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,1	0,1	1,4	2,3	2,3	2,3	2,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-1,1	-3,6	0,2	-1,7	-2,8	-1,9	1,7
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	2,8	3,1	2,7	2,2	1,8	1,8	1,8
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,6</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>7,1</b>	<b>8,2</b>	<b>9,4</b>	<b>10,6</b>
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	3,6	4,6	4,7	5,2	6,2	7,2	8,2
DPO	d	19,2	22,1	25,6	14,5	14,1	13,5	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,0	1,6	1,1	1,9	2,0	2,2	2,4
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,6	0,6	0,6	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>10,1</b>	<b>12,3</b>	<b>17,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>2,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>7,7%</b>
Immaterielles Vermögen	%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	6,0%
Sachanlagevermögen	%	1,0%	1,4%	1,7%	1,8%	1,1%	2,5%	1,7%
Beteiligungen	%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>96,1%</b>	<b>96,8%</b>	<b>96,9%</b>	<b>96,9%</b>	<b>96,3%</b>	<b>95,7%</b>	<b>91,4%</b>
Vorräte	%	2,2%	1,4%	1,5%	1,1%	2,7%	7,8%	5,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	34,6%	34,0%	34,1%	41,1%	40,1%	48,7%	42,7%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	2,4%	2,1%	1,9%	2,7%	4,8%	1,8%	1,0%
Liquide Mittel	%	57,0%	59,3%	59,3%	52,0%	48,7%	37,5%	42,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,6%	1,4%	1,1%	1,2%	1,5%	1,7%	0,9%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	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								

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

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>11,4%</b>	<b>15,9%</b>	<b>27,7%</b>	<b>26,9%</b>	<b>41,3%</b>	<b>34,0%</b>	<b>24,6%</b>
Immaterielles Vermögen	%	8,7%	13,7%	26,0%	21,0%	34,8%	28,6%	20,7%
Sachanlagevermögen	%	2,8%	2,2%	1,8%	1,4%	1,5%	1,3%	1,0%
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	4,5%	4,9%	4,1%	2,9%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>85,1%</b>	<b>82,1%</b>	<b>71,1%</b>	<b>71,9%</b>	<b>57,3%</b>	<b>64,8%</b>	<b>74,6%</b>
Vorräte	%	6,7%	0,8%	0,4%	0,4%	0,7%	0,9%	0,8%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	29,4%	33,1%	28,2%	33,3%	46,2%	46,2%	39,1%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	5,1%	3,3%	2,7%	3,1%	7,4%	6,1%	4,4%
Liquide Mittel	%	43,9%	44,9%	39,8%	35,1%	2,9%	11,7%	30,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	3,5%	2,0%	1,2%	1,2%	1,5%	1,2%	0,9%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	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								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>42,8%</b>	<b>37,2%</b>	<b>29,6%</b>	<b>30,3%</b>	<b>26,7%</b>	<b>29,1%</b>	<b>22,1%</b>
Grundkapital	%	35,1%	37,5%	33,9%	43,1%	37,3%	38,6%	28,5%
Kapitalrücklage	%	8,9%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Währungsanpassungen	%	0,4%	0,4%	0,5%	0,8%	0,5%	0,3%	0,3%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-1,6%	-1,0%	-4,8%	-13,6%	-11,2%	-9,8%	-6,6%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	8,9%	10,5%	7,6%	10,1%	10,4%	22,8%	17,9%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>47,9%</b>	<b>51,9%</b>	<b>62,0%</b>	<b>58,5%</b>	<b>62,6%</b>	<b>47,8%</b>	<b>57,4%</b>
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	44,8%	47,1%	56,2%	53,3%	55,2%	39,4%	41,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	3,1%	4,8%	5,8%	5,2%	7,4%	8,4%	16,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,3%	0,4%	0,8%	1,1%	0,3%	0,3%	2,6%
<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								

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

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>33,9%</b>	<b>14,3%</b>	<b>19,1%</b>	<b>11,9%</b>	<b>1,0%</b>	<b>8,8%</b>	<b>27,2%</b>
Grundkapital	%	41,9%	44,4%	5,0%	5,9%	6,5%	5,3%	3,8%
Kapitalrücklage	%	0,4%	0,4%	12,2%	20,4%	22,3%	18,3%	13,2%
Währungsanpassungen	%	0,6%	0,8%	0,5%	0,7%	0,3%	0,2%	0,2%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-9,0%	-31,3%	1,4%	-15,1%	-28,1%	-15,1%	10,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	23,2%	27,1%	24,2%	20,0%	17,8%	14,6%	10,5%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>37,7%</b>	<b>53,8%</b>	<b>51,4%</b>	<b>64,3%</b>	<b>81,0%</b>	<b>76,4%</b>	<b>62,1%</b>
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	29,3%	40,0%	41,8%	47,1%	61,3%	58,5%	48,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	8,3%	13,8%	9,6%	17,2%	19,8%	17,9%	14,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	5,2%	4,8%	5,3%	3,7%	0,2%	0,2%	0,1%
<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, 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,1	0,2	0,1
Abschreibungen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,7	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,5	0,4	-0,5	0,3	-0,6	-0,9	-1,2
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,4	0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,3	0,1	-0,3	0,1	0,2	1,6	0,2
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,7	-0,1	2,0	-2,1	1,2	-2,3	2,1
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,2	0,2	0,2	-0,3	0,4	0,2	1,7
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>3,7</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,2</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,5</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	-3,0	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,2	0,2	0,2	-0,2	0,4	0,1	1,8
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	3,3	1,0	-0,2	0,2	-0,4	-0,1	-1,8
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-1,8	-0,2	0,8	-2,8	0,5	-1,6	2,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	9,9	8,2	8,0	8,8	6,1	6,6	4,9
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL



## Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,1	-1,8	0,1	-1,8	-1,2	1,0	3,6
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,4	1,6	1,4	1,7	1,9
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	4,0	-0,2	0,6	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,4	0,2	0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,3	0,3	-0,4	-0,5	-0,4	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	-3,7	1,0	0,1	0,5	1,0	1,0	1,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-2,0	-0,1	-0,4	0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>5,4</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	-0,5	-1,3	0,6	-1,2	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,3	-1,6	-1,4	-1,7	-1,9
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,9</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>0,9</b>	<b>3,5</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,1	0,0	-4,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,1	0,0	1,3	0,9	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-1,9	0,6	-0,5	0,8	0,1	0,2	0,2
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1,9	-0,6	4,2	-0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-2,2	-0,2	-0,7	-0,6	-3,6	1,1	3,7
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	7,5	5,3	5,2	4,5	3,9	0,3	1,4
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>5,2</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick, 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	74,7	68,9	72,7	65,4	74,8	82,2	89,4
Rohertrag	EUR Mio.	9,6	9,6	10,4	10,0	10,8	10,7	10,8
Rohertrag (adjustiert)	EUR Mio.	8,9	9,5	10,3	9,8	9,9	10,1	10,2
EBITDA	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,5	-0,8	0,2	0,4	0,2
EBIT	EUR Mio.	-3,1	-1,2	-0,7	-0,9	0,1	0,2	0,1
EBT	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,6	-0,8	0,1	0,2	0,1
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,1	0,2	0,1
Anzahl Mitarbeiter		99	95	98	81	87	92	88
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	124,90	41,00	41,70	34,90	22,50	30,00	28,00
Kurs Tief	EUR	40,00	20,80	25,60	8,90	10,90	12,80	13,50
Kurs Durchschnitt	EUR	75,80	31,00	32,40	22,50	15,30	17,60	21,20
Kurs Schlusskurs	EUR	41,00	30,30	27,60	12,60	12,80	25,80	17,20
EPS	EUR	-5,74	-2,28	-1,23	-1,74	0,16	0,46	0,21
BVPS	EUR	12,20	9,92	8,74	7,03	7,15	7,53	7,77
CFPS	EUR	-3,34	-0,28	1,94	-5,36	1,44	-2,79	7,30
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Rohertrag adjustiert)</b>								
EBITDA-Marge	%	-32,7%	-11,6%	-5,2%	-7,7%	2,0%	3,7%	2,3%
EBIT-Marge	%	-34,8%	-13,1%	-6,4%	-9,1%	0,9%	2,3%	1,1%
EBT-Marge	%	-32,2%	-12,0%	-5,7%	-8,6%	1,0%	2,4%	1,1%
Netto-Marge	%	-32,5%	-12,1%	-6,0%	-8,9%	0,8%	2,3%	1,0%
FCF-Marge	%	-20,1%	-2,2%	7,8%	-28,1%	5,4%	-15,6%	24,7%
ROE	%	-47,0%	-23,0%	-14,1%	-24,7%	2,2%	6,1%	2,7%
NWC/Umsatz	%	-9,2%	-14,0%	-27,4%	-10,1%	-14,7%	23,4%	15,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	755	726	741	808	860	894	1.016
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-31,2	-13,0	-6,8	-11,0	1,0	2,6	1,3
Capex/Umsatz	%	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,4%	0,1%
Rohertragsprämie	%	184,2%	187,7%	212,6%	179,5%	194,3%	170,1%	214,9%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%
Rohertrag	%	6,3%	0,5%	7,8%	-3,4%	7,1%	-0,5%	1,3%
Service Revenues	%	2,6%	6,3%	8,8%	-4,3%	0,4%	2,7%	0,8%
EBITDA	%	4,8%	-62,4%	-51,1%	41,7%	n/a	87,7%	-36,4%
EBIT	%	3,9%	-59,9%	-46,5%	34,7%	n/a	180,0%	-52,2%
EBT	%	5,5%	-60,3%	-48,6%	45,0%	n/a	131,7%	-52,8%
Nettoergebnis	%	6,2%	-60,3%	-46,0%	41,2%	n/a	191,4%	-54,8%
EPS	%	6,2%	-60,3%	-46,0%	41,1%	n/a	191,4%	-54,8%
CFPS	%	-40,9%	-91,8%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Auf einen Blick, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	73,3	68,7	66,2	85,8	210,8	255,4	306,9
Rohertrag	EUR Mio.	10,6	9,2	10,9	11,0	22,9	29,2	35,1
Rohertrag (adjustiert)	EUR Mio.	10,0	8,6	8,3	9,4	21,7	27,9	33,9
EBITDA	EUR Mio.	0,2	-1,5	1,0	-0,3	-0,2	3,0	6,6
EBIT	EUR Mio.	0,1	-1,7	0,6	-1,9	-1,6	1,3	4,7
EBT	EUR Mio.	0,1	-1,8	0,6	-1,9	-1,6	1,3	4,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,1	-1,8	0,1	-1,8	-1,2	1,0	3,6
Anzahl Mitarbeiter		99	96	85	85	175	207	243
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	18,60	29,20	17,00	13,20	24,40		
Kurs Tief	EUR	13,70	11,10	7,41	9,70	9,25		
Kurs Durchschnitt	EUR	16,40	15,80	12,05	11,16	13,49		
Kurs Schlusskurs	EUR	16,50	12,50	10,49	10,90	22,80	22,80	22,80
EPS	EUR	0,16	-3,60	0,15	-3,26	-1,82	1,50	5,45
BVPS	EUR	8,10	3,23	3,83	2,35	0,15	1,65	7,11
CFPS	EUR	-4,28	0,71	1,08	-0,17	-1,59	4,10	8,32
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							<b>39,10</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>71,5%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Rohertrag adjustiert)</b>								
EBITDA-Marge	%	2,3%	-17,6%	12,0%	-2,7%	-0,9%	10,8%	19,6%
EBIT-Marge	%	1,0%	-19,3%	7,1%	-19,7%	-7,6%	4,6%	14,0%
EBT-Marge	%	0,9%	-21,4%	7,0%	-19,8%	-7,6%	4,7%	14,0%
Netto-Marge	%	0,8%	-21,4%	1,0%	-19,4%	-5,5%	3,5%	10,5%
FCF-Marge	%	-23,5%	-2,6%	-13,5%	-16,8%	-17,0%	3,4%	10,4%
ROE	%	2,0%	-111,5%	3,8%	-138,6%	n/a	91,0%	76,7%
NWC/Umsatz	%	22,3%	13,2%	19,7%	10,5%	10,3%	8,1%	6,8%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	741	716	778	1.010	1.205	1.235	1.262
Pro-Kopf-EBIT	EURk	1,0	-17,2	6,9	-21,9	-9,4	6,3	19,5
Capex/Umsatz	%	0,2%	0,1%	0,5%	1,8%	0,7%	0,7%	0,6%
Rohertragsprämie	%	176,2%	153,9%	184,5%	142,0%	109,8%	140,6%	195,6%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	-18,0%	-6,3%	-3,7%	29,7%	145,6%	21,1%	20,2%
Rohertrag	%	-1,9%	-13,4%	18,1%	1,4%	107,3%	27,6%	20,3%
Service Revenues	%	-2,7%	-14,0%	-3,3%	14,0%	129,3%	29,1%	21,2%
EBITDA	%	-4,6%	n/a	n/a	n/a	-23,5%	n/a	119,4%
EBIT	%	-16,5%	n/a	n/a	n/a	-11,9%	n/a	265,2%
EBT	%	-19,3%	n/a	n/a	n/a	-11,8%	n/a	262,5%
Nettoergebnis	%	-21,8%	n/a	n/a	n/a	-34,9%	n/a	262,5%
EPS	%	-22,6%	n/a	n/a	n/a	-44,2%	n/a	262,5%
CFPS	%	n/a	n/a	53,1%	n/a	856,3%	n/a	102,7%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	1,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	14,0	13,2	14,6	11,5	13,2	12,7	16,4
Eigenkapital	EUR Mio.	6,2	5,0	4,4	3,5	3,6	3,8	3,9
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,2	8,4	10,5	8,2	9,9	9,3	13,8
EK-Quote	%	42,8%	37,2%	29,6%	30,3%	26,7%	29,1%	22,1%
Gearing	%	-133,0%	-159,3%	-200,2%	-171,5%	-182,5%	-128,8%	-190,6%
Working Capital	EUR Mio.	-1,1	-1,6	-3,1	-1,3	-1,7	2,2	1,3
Capital Employed	EUR Mio.	-0,8	-1,3	-2,8	-1,0	-1,4	2,4	1,6
Asset Turnover	x	5,2	5,1	4,9	5,6	5,5	6,3	5,0
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	504	504	504	504	504	504	504
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	62,9	20,7	21,0	17,6	11,3	15,1	14,1
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	20,2	10,5	12,9	4,5	5,5	6,5	6,8
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	38,2	15,6	16,3	11,3	7,7	8,9	10,7
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	20,7	15,3	13,9	6,4	6,5	13,0	8,7
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-8,2	-8,0	-8,8	-6,1	-6,6	-4,9	-7,5
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	54,7	12,7	12,2	11,5	4,8	10,2	6,7
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	11,9	2,5	4,1	-1,6	-1,1	1,6	-0,7
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	29,9	7,7	7,5	5,3	1,1	4,0	3,2
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	12,4	7,3	5,1	0,3	-0,1	8,1	1,2
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	0,73	0,18	0,17	0,18	0,06	0,12	0,07
EV/Umsatz Tief	x	0,16	0,04	0,06	n/a	n/a	0,02	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,40	0,11	0,10	0,08	0,02	0,05	0,04
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,17	0,11	0,07	0,00	n/a	0,10	0,01
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	23,7	27,1	27,7
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	2,1	n/a	4,1	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,7	10,5	13,4
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	21,5	5,0
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	34,2	10,6
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	143,6	65,7	135,8
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	69,6	28,0	65,5
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	97,7	38,6	102,8
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	81,7	56,5	83,4
KBV Schlusskurs	x	3,4	3,1	3,2	1,8	1,8	3,4	2,2
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	16,7	n/a	10,6	n/a	2,9
FCF-Yield	%	-8,7%	-1,3%	5,8%	-43,6%	8,2%	-12,2%	29,2%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,4	1,8	3,1	3,0	4,2	4,2	4,2
Umlaufvermögen	EUR Mio.	10,8	9,7	8,1	8,1	5,9	8,1	12,9
Eigenkapital	EUR Mio.	4,1	1,6	2,1	1,3	0,1	1,1	4,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,0	9,8	9,1	9,7	10,0	11,2	12,4
EK-Quote	%	33,9%	14,3%	19,1%	11,9%	1,0%	8,8%	27,2%
Gearing	%	-25,8%	-31,3%	-10,4%	-14,7%	-14,9%	-6,6%	-5,6%
Working Capital	EUR Mio.	0,8	-0,7	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4
Capital Employed	EUR Mio.	2,2	1,1	1,6	1,0	2,2	2,3	2,3
Asset Turnover	x	6,0	6,0	5,9	7,8	20,8	20,7	18,0
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	509	509	560	560	654	654	654
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	9,5	14,9	9,5	7,4	16,0	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	7,0	5,7	4,2	5,4	6,0	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	8,4	8,0	6,8	6,3	8,8	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	8,4	6,4	5,9	6,1	14,9	14,9	14,9
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-1,1	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	8,4	14,4	9,3	7,2	15,9	-0,1	-0,3
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	5,9	5,1	3,9	5,2	6,0	-0,1	-0,3
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	7,3	7,5	6,5	6,1	8,8	-0,1	-0,3
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	7,3	5,9	5,7	5,9	14,9	14,8	14,6
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	0,11	0,21	0,14	0,08	0,08	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,08	0,07	0,06	0,06	0,03	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,10	0,11	0,10	0,07	0,04	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,10	0,09	0,09	0,07	0,07	0,06	0,05
EV/EBITDA Hoch	x	36,7	-9,5	9,4	-27,8	-80,3	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	25,8	-3,4	3,9	-20,2	-30,4	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	31,8	-5,0	6,6	-23,4	-44,4	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	32,0	-3,9	5,7	-22,8	-75,1	4,9	2,2
EV/EBIT Schlusskurs	x	77,4	-3,5	9,6	-3,2	-9,1	11,4	3,1
KGV Hoch	x	116,5	n/a	117,0	n/a	n/a	0,0	0,0
KGV Tief	x	85,8	n/a	51,0	n/a	n/a	0,0	0,0
KGV Durchschnitt	x	102,8	n/a	83,0	n/a	n/a	0,0	0,0
KGV Schlusskurs	x	103,4	n/a	72,2	n/a	n/a	15,2	4,2
KBV Schlusskurs	x	2,0	3,9	2,7	4,6	152,9	13,8	3,2
KCF Durchschnitt	x	n/a	22,3	11,1	n/a	n/a	0,0	0,0
FCF-Yield	%	-27,8%	-3,5%	-19,0%	-25,9%	-24,7%	6,3%	23,7%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	Terminal year
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	<b>210,8</b>	<b>255,4</b>	<b>306,9</b>	<b>356,8</b>	<b>399,7</b>	<b>432,5</b>	<b>454,6</b>	<b>468,1</b>	<b>475,8</b>	<b>480,4</b>	<b>483,5</b>	<b>486,1</b>	<b>488,6</b>	<b>491,1</b>	<b>493,5</b>	<b>496,0</b>
YoY	%	145,6%	21,1%	20,2%	16,2%	12,0%	8,2%	5,1%	3,0%	1,6%	1,0%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>-1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>7,4</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>
EBIT-Marge	%	-0,8%	0,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Steuern	EUR Mio.	0,5	-0,3	-1,2	-1,7	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,2
<b>Steuerquote (τ)</b>	%	<b>27,8%</b>	<b>25,3%</b>	<b>25,1%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,0%</b>
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	<b>-1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-2,6	-1,7	-1,9	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>-3,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>
WACC	%	12,7%	12,7%	12,7%	12,1%	11,5%	10,9%	10,3%	9,7%	9,1%	8,5%	7,9%	7,3%	6,7%	6,1%	5,5%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	88,7%	78,7%	70,2%	62,9%	56,7%	51,4%	46,9%	43,0%	39,6%	36,7%	34,2%	32,0%	30,2%	28,6%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	8,3%															
Terminal Cost of capital	%	5,5%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	9,3															
in % des Enterprise Value	%	36,7%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-3,1															
in % des Enterprise Value	%	-12,4%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	19,2															
in % des Enterprise Value	%	75,7%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,4</b>															
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0															
Excess Cash	EUR Mio.	0,2															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,6</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	0,7															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR</b>	<b>39,10</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%.

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

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

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

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

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

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

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

**Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

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

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

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
02.09.2019/07:45 Uhr	EUR 39,10/EUR 22,80	Buy, Gültigkeit 24 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 Interessenskonflikte 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 01.09.2019 um 19:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 22,80.