

SendR SE

Reuters: SD1G.BE/MLSDR.PA

Bloomberg: SD1:GR/MLSDR:FP

Rating: Buy

Risiko: Hoch

Kurs: 18,27

Kursziel: EUR 24,60 (unverändert)

Halbjahreszahlen bestätigen Wachstumskurs

Die heute veröffentlichten Halbjahreszahlen werten wir als ein klares Indiz für die anhaltende und nachhaltige Verbesserung der Umsatz- und Ertragslage von SendR. Dabei werden die Konsolidierungseffekte der Übernahme der norwegischen Phonofile erst im zweiten Halbjahr 2016e sichtbar werden. Wir bestätigen unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 24,60 je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 18,27 errechnet sich damit eine auf Sicht von zwölf Monaten erwartete Kursentwicklung von 34,6%. Wir bekräftigen unser Buy-Rating für die Aktien der SendR SE.

Umsatz und Ergebnis zum H1/2016 über Vorjahr

Nach sechs Monaten stiegen die Bruttoumsätze auf EUR 5,028 Mio. von EUR 4,670 Mio. im vergleichbaren Vorjahreszeitraum (+7,7% YoY). Das operative Ergebnis verbesserte sich auf EUR -0,043 Mio. (Vj.: EUR -0,111 Mio.) und lag damit im Rahmen unserer Erwartungen. Positive Effekte aus Übernahme der norwegischen Phonofile AS ergaben sich zum H1/2016 noch nicht, da diese erst voraussichtlich zum 1. Juli 2016 konsolidiert werden wird. Die liquiden Mittel (brutto) lagen zum Halbjahr bei EUR 0,643 Mio., nach Abzug der nach wie vor geringen Bankverbindlichkeiten errechnete sich ein Nettofinanzposition von EUR 0,249 Mio. Die Eigenkapitalquote belief sich zum Stichtag auf nach u. E. auskömmliche 24,9%.

		H1/2016	H1/2015	Δ
Umsatz	EUR Mio.	5,028	4,670	7,7%
EBITDA	EUR Mio.	0,053	-0,023	n/a
EBIT	EUR Mio.	-0,043	-0,111	-61,5%
EBIT-Marge	%	-5,5%	-3,5%	+200 bps

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bestätigung von Kursziel EUR 24,60 und Buy-Rating

Nach der Veröffentlichung des Halbjahresberichts bestätigen wir unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 24,60 je Aktie (Base-Case-Szenario). Wesentliche Inputfaktoren sind WACC von aktuell 8,1%, eine implizite Insolvenzwahrscheinlichkeit des Unternehmens von 1,9% im Terminal Value und eine Wachstumsrate im Terminal Value von 0,2%. Best- und Worst-Case-Szenario ergeben Kursziele von EUR 28,70 bzw. EUR 20,60 je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 18,27 errechnet sich damit eine auf Sicht von zwölf Monaten erwartete Kursentwicklung von 34,6%. Wir bekräftigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der SendR SE.

Erstmalige Veröffentlichung einer Umsatz-Guidance

Erstmals hat das Management mit den Halbjahreszahlen auch eine Umsatz-Guidance veröffentlicht. Unter der Erwartung der erstmaligen Konsolidierung der norwegischen Phonofile zum 1. Juli 2016 erwartet das Management für das laufende Geschäftsjahr 2016e einen Umsatz von mehr als EUR 16 Mio., für 2017e wird mit einem weiteren Umsatzanstieg auf mindestens EUR 20 Mio. gerechnet.

WKN/ISIN: A1YDAZ/DE000A1YDAZ7
Indizes: n/a
Transparenzlevel: Freiverkehr Berlin/Marché Libre
Gewichtete Anzahl Aktien: 1,2 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 21,9 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 500 Aktien
Hauptversammlung: vorauss. Juli 2017

EUR Mio. (31/12)	2014	2015	2016e	2017e
Nettoumsatz	8,1	10,9	16,8	22,0
EBITDA	0,6	0,2	0,9	1,7
EBIT	0,4	0,0	0,7	1,5
EBT	0,4	0,0	0,7	1,4
EAT	0,1	-0,2	0,5	1,0

% vom Umsatz	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	6,8%	1,8%	5,5%	7,6%
EBIT	4,7%	-0,2%	4,3%	6,6%
EBT	5,2%	-0,3%	4,2%	6,6%
EAT	1,7%	-1,6%	2,7%	4,6%

Je Aktie/EUR	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,11	-0,15	0,38	0,84
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,30	1,15	1,67	2,51
Cashflow	0,81	-0,32	0,36	-1,62

%	2014	2015	2016e	2017e
EK-Quote	46,5%	30,8%	8,6%	11,4%
Gearing	-57%	-68%	851%	641%

x	2014	2015	2016e	2017e
KGV	n/a	n/a	47,9	21,6
EV/Umsatz	n/a	1,93	1,28	1,08
EV/EBIT	n/a	105,7	23,5	14,2
KBV	n/a	n/a	29,9	16,3

EUR Mio.	2016e	2017e
Guidance: Umsatz	>16	>20
Guidance: EBITDA	-	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

Schwächen und Risiken

Wir sehen die folgenden operativen Risiken: (1) Hohe Abhängigkeit von den drei wichtigsten Kunden; (2) potenzielle Klumpenrisiken aus dem Einkauf größerer Lizenzrechtepakete; (3) befristete Laufzeiten der Verwertungsverträge; (4) Gefahr eines Markteintritts von globalen Medienunternehmen wie Google; (5) mögliche Probleme bei der Integration der norwegischen Phonofile.

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die zukünftige Entwicklung des Aktienkurses von SendR in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über die weitere Geschäftsentwicklung des laufenden Jahres, (2) die Guidance einer im Jahresvergleich deutlichen Ergebnisverbesserung; (3) Meldungen über die Gewinnung von neuen Musik-Labels; (4) Aufnahme des Aktienhandels am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse.

Katalysatoren für das Erreichen des Kurszieles

Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Risiken: (1) Mit einem Umsatzanteil von über 70% bestehen erhebliche Abhängigkeiten gegenüber den drei wichtigsten Kunden (iTunes, Spotify und Amazon); (2) zukünftig sollen explizit größere Lizenzrechtepakete eingekauft werden, wodurch sich ein Klumpenrisiko ergeben könnte; (3) aus der befristeten Laufzeit der Verwertungsverträge ergeben sich Risiken in der Unternehmensprognose; (4) Gefahr eines Markteintritts von Google in die Auswertung von Online-Rechten.

ABBILDUNG 1: DAS GESCHÄFTSMODELL VON SENDR IM ÜBERBLICK



Derzeit werden von SendR mehr als 600.000 Audio- und Videostücke von über 3.500 direkten (bei denen das Label als Lizenzgeber in Erscheinung tritt) und indirekten (bei denen eine Label/Sublabel-Konstruktion bzw. ein Label-Aggregat der Vertragspartner von SendR ist) Lizenzgebern auf den Internet-Plattformen von rund 450 Lizenznehmern (v. a. Onlineportale und Streaming-Plattformen) ausgewertet.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Pionier und Technologieführer in der Musikindustrie

Über seine 100%ige Tochter finetunes GmbH ist SendR SE einer der größten Online-Musikdistributoren Europas und einer der wenigen Anbieter lizenzierfähiger Musikdownload-Speichertechnologien weltweit. Vergleichbar einem Clearinghaus im Finanzbereich, das für das Clearing und Settlement von Wertpapier- oder Fremdwährungstransaktionen zuständig ist, ermöglicht das 2003 gegründete Unternehmen als Intermediär in der Musikindustrie Rechteinhabern die umfassende Auswertung ihrer digitalen Onlinerechte. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit ist die Verwertung digitaler Musikrechte; die ebenfalls angebotene Verwertung von Musik-Videos, lang-formatigen Videos wie Konzertmitschnitten und Audio-Books sind demgegenüber eher von untergeordneter Bedeutung.

Geschäftsmodell

Lizenzgeber sind Independent Musik-Labels in Deutschland sowie dem europäischen Ausland, die selbst nicht über das Know-how und die notwendigen Ressourcen für eine globale Vermarktung ihres Rechtekatalogs verfügen. Lizenznehmer sind Onlineportale wie YouTube, iTunes, Amazon und Google Play (à la Carte-Download) oder auch abonnentenbasierte Verwertungsplattformen wie Spotify oder Deezer (Musik-Streaming), die selbst wiederum keine Kontakte zu den tausenden, häufig regional tätigen Indie-Labels aufnehmen (können).

Gewinn- und Verlustrechnung, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	8,6	8,1	10,9	16,8	22,0	25,4
YoY	%	-3,5%	-5,5%	33,8%	54,0%	31,3%	15,4%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,7	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1
Gesamtleistung	EUR Mio.	9,3	8,9	11,1	16,9	22,1	25,5
YoY	%	-1,6%	-4,4%	24,7%	52,0%	31,1%	15,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-6,4	-6,3	-8,3	-12,6	-16,3	-18,6
in % der Gesamtleistung	%	-69,0%	-71,1%	-75,1%	-74,4%	-73,7%	-72,9%
Rohrertrag	EUR Mio.	2,9	2,6	2,8	4,3	5,8	6,9
in % der Gesamtleistung	%	31,0%	28,9%	24,9%	25,6%	26,3%	27,1%
YoY	%	10,7%	-10,9%	7,3%	56,6%	34,9%	18,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,2	-1,3	-1,4	-1,9	-2,5	-2,8
in % der Gesamtleistung	%	-12,5%	-14,1%	-12,5%	-11,1%	-11,1%	-11,2%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-0,9	-0,8	-1,2	-1,5	-1,7	-1,9
in % der Gesamtleistung	%	-9,7%	-8,6%	-10,6%	-9,1%	-7,6%	-7,6%
EBITDA	EUR Mio.	0,8	0,6	0,2	0,9	1,7	2,1
in % der Gesamtleistung	%	8,8%	6,2%	1,8%	5,4%	7,6%	8,4%
YoY	%	15,1%	-32,0%	-64,3%	362,2%	83,3%	27,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	0,8	0,4	0,0	0,7	1,5	1,9
in % der Gesamtleistung	%	8,1%	4,3%	-0,1%	4,3%	6,6%	7,4%
YoY	%	20,3%	-49,3%	-104,4%	n/a	103,3%	29,8%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsen und ähnliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Liquidität	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	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
EBT	EUR Mio.	0,8	0,4	0,0	0,7	1,4	1,9
in % der Gesamtleistung	%	8,1%	4,7%	-0,3%	4,2%	6,5%	7,4%
YoY	%	17,9%	-44,2%	-107,0%	n/a	105,4%	30,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6
in % des EBT	%	-34,2%	-67,4%	507,1%	-35,0%	-30,0%	-30,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,5	0,1	-0,2	0,5	1,0	1,3
in % der Gesamtleistung	%	5,3%	1,5%	-1,6%	2,7%	4,6%	5,2%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EPS	EUR	0,41	0,11	-0,15	0,38	0,84	1,10
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Bilanz, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
AKTIVA							
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	1,4	1,2	18,7	18,7	18,7
Ingangsetzungsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	1,2	1,0	1,1	1,1	1,1
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	17,5	17,5	17,5
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,1	2,0	3,3	4,7	7,7	9,6
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,0	0,5	1,7	3,2	6,1	7,0
DSO		0	0	0	0	0	0
Forderungen vs. verbundene Unternehmen	EUR Mio.	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
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,5	0,3	0,3	0,9	0,9
Sonstige kurzfristige Investitionen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,1	0,9	1,3	0,9	0,5	1,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	0,1	3,3	4,5	23,3	26,4	28,3
PASSIVA							
Eigenkapital	EUR Mio.	0,1	1,6	1,4	2,0	3,0	4,3
EK-Quote	%	100,0%	46,5%	30,8%	8,6%	11,4%	15,3%
Grundkapital	EUR Mio.	0,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-/ Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,6	1,6
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	0,0	0,1	-0,2	0,6	1,0	1,3
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	1,0	1,1	0,2	0,2
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	1,4	2,0	19,9	22,9	23,4
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,4	18,0	19,8	20,2
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,0	1,3	1,5	1,8	3,0	3,2
Tage	EUR Mio.	0	58	50	39	50	45
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	0,1	3,3	4,5	23,3	26,4	28,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Normalisierte Bilanz, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
AKTIVA							
Langfristiges Vermögen	%	0,0%	41,0%	26,5%	79,9%	70,8%	66,1%
Ingangsetzungsaufwendungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Immaterielles Vermögen	%	0,0%	36,3%	23,2%	4,5%	4,1%	3,9%
Sachanlagevermögen	%	0,0%	3,2%	2,2%	0,4%	0,4%	0,4%
Beteiligungen	%	0,0%	1,5%	1,2%	75,0%	66,3%	61,9%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	100,0%	58,8%	73,3%	20,0%	29,2%	33,8%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	0,0%	16,2%	38,1%	13,8%	22,9%	24,7%
Forderungen vs. verbundene Unternehmen	%	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%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	0,0%	15,9%	6,5%	1,3%	3,4%	3,3%
Sonstige kurzfristige Investitionen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	1,1%	1,1%
Liquide Mittel	%	100,0%	26,7%	28,7%	4,1%	1,7%	4,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA							
Eigenkapital	%	100,0%	46,5%	30,8%	8,6%	11,4%	15,3%
Grundkapital	%	100,0%	35,8%	26,8%	5,1%	4,5%	4,2%
Kapitalrücklage	%	0,0%	6,6%	4,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinn-/ Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	3,1%	-0,2%	2,2%	5,6%
Bilanzgewinn/-verlust	%	0,0%	4,1%	-4,0%	2,7%	3,8%	4,7%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerrückstellungen	%	0,0%	3,2%	0,3%	0,1%	0,7%	0,7%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	2,6%	22,6%	4,8%	0,6%	0,6%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	0,0%	43,2%	43,6%	85,2%	86,9%	82,9%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	7,8%	77,1%	75,0%	71,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	0,0%	39,5%	33,8%	7,7%	11,5%	11,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	3,7%	2,0%	0,4%	0,3%	0,3%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	0,4%	0,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	4,6%	2,7%	0,1%	0,1%	0,1%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Cashflow-Statement, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,5	0,1	-0,2	0,5	1,0	1,3
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Ergebnis aus Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen L&L und sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,5	-1,1	-0,9	-1,5	-3,4	-1,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Steuerrückstellungen	EUR Mio.	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,2	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,8	0,1	0,9	0,1	-1,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L	EUR Mio.	-0,5	1,3	0,2	0,3	1,2	0,1
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,1	0,2	0,0	0,2	-0,2	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,9	0,1	-0,5	0,7	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-0,9	1,0	-0,4	0,4	-1,9	0,7
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	-17,4	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,2	-1,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,9	-1,5	0,0	-17,9	-0,3	-0,3
Free Cashflow	EUR Mio.	0,1	-0,5	-0,4	-17,4	-2,3	0,5
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,4	17,6	1,8	0,4
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Ausschüttungen an Anteilseigner	EUR Mio.	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-0,4	1,3	0,3	17,7	1,8	0,4
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-0,3	0,8	-0,2	0,2	-0,5	0,9
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,5	0,1	0,9	0,7	0,9	0,5
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	0,1	0,9	0,7	0,9	0,5	1,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Key Data							
Umsatz	EUR Mio.	8,6	8,1	10,9	16,8	22,0	25,4
Rohertrag	EUR Mio.	2,9	2,6	2,8	4,3	5,8	6,9
EBITDA	EUR Mio.	0,8	0,6	0,2	0,9	1,7	2,1
EBIT	EUR Mio.	0,8	0,4	0,0	0,7	1,5	1,9
EBT	EUR Mio.	0,8	0,4	0,0	0,7	1,4	1,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,5	0,1	-0,2	0,5	1,0	1,3
Anzahl Mitarbeiter		27	30	35	55	55	60
Je Aktie							
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	25,60	22,30	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	10,00	17,73	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	20,31	19,29	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	18,27	18,27	18,27	18,27
EPS	EUR	0,41	0,11	-0,15	0,38	0,84	1,10
BVPS	EUR	0,10	1,30	1,15	1,67	2,51	3,61
CFPS	EUR	-0,72	0,81	-0,32	0,36	-1,62	0,62
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR						24,60
Performance bis Kursziel	%						34,6%
Profitabilitätskennzahlen							
EBITDA-Marge	%	9,5%	6,8%	1,8%	5,5%	7,6%	8,4%
EBIT-Marge	%	8,7%	4,7%	-0,2%	4,3%	6,6%	7,5%
EBT-Marge	%	8,8%	5,2%	-0,3%	4,2%	6,6%	7,4%
Netto-Marge	%	5,8%	1,7%	-1,6%	2,7%	4,6%	5,2%
FCF-Marge	%	0,7%	-6,5%	-3,8%	-104,1%	-10,4%	1,9%
ROE	%	414,7%	8,8%	-13,0%	22,8%	33,6%	30,4%
NWC/Umsatz	%	4,2%	-9,6%	13,9%	15,3%	18,9%	19,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	322	271	311	305	400	423
Pro-Kopf-EBIT	EURk	28,1	12,7	-0,5	13,1	26,6	31,6
Capex/Umsatz	%	-0,9%	3,4%	1,9%	1,2%	1,0%	0,9%
Rohertragsprämie	%	4,0%	105,8%	113,5%	602,0%	699,6%	770,0%
Wachstumsraten							
Umsatz	%	-3,5%	-5,5%	33,8%	54,0%	31,3%	15,4%
Rohertrag	%	10,7%	-10,9%	7,3%	56,6%	34,9%	18,6%
EBITDA	%	15,1%	-32,0%	-64,3%	362,2%	83,3%	27,2%
EBIT	%	20,3%	-49,3%	n/a	n/a	103,3%	29,8%
EBT	%	17,9%	-44,2%	n/a	n/a	105,4%	30,0%
Nettoergebnis	%	25,0%	-72,4%	n/a	n/a	121,2%	30,0%
EPS	%	25,0%	-72,4%	n/a	n/a	121,2%	30,0%
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick II, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bilanzkennzahlen							
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	1,4	1,2	18,7	18,7	18,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,1	2,0	3,3	4,7	7,7	9,6
Eigenkapital	EUR Mio.	0,1	1,6	1,4	2,0	3,0	4,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	1,8	3,1	21,3	23,4	24,0
EK-Quote	%	100,0%	46,5%	30,8%	8,6%	11,4%	15,3%
Gearing	%	-100,0%	-57,3%	-67,8%	850,6%	640,8%	434,8%
Working Capital	EUR Mio.	0,0	-0,8	0,2	1,4	3,0	3,8
Capital Employed	EUR Mio.	0,4	-0,8	1,5	2,6	4,2	5,0
Asset Turnover	x	71,7	2,4	2,4	0,7	0,8	0,9
Enterprise Value							
Anzahl Aktien	Mio.	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	30,7	26,8	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	12,0	21,3	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	24,4	23,1	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	21,9	21,9	21,9	21,9
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,1	-0,9	-0,9	17,1	19,3	18,9
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	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
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-17,5	-17,5	-17,5
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	29,7	26,3	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	11,0	20,8	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	23,4	22,7	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	20,9	21,5	23,8	23,3
Bewertungskennzahlen							
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	2,73	1,57	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	1,01	1,24	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	2,15	1,36	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	1,93	1,28	1,08	0,92
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	150,2	28,8	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	55,6	22,8	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	118,1	24,8	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	105,7	23,5	14,2	10,9
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	36,6	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	29,0	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	31,6	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	29,9	16,3	12,3
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	58,4	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	46,5	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	50,5	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	47,9	21,6	16,6
KCF Hoch	x	n/a	n/a	n/a	62,4	n/a	n/a
KCF Tief	x	n/a	n/a	n/a	49,6	n/a	n/a
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	54,0	n/a	n/a
KCF Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	51,2	n/a	29,3
FCF-Yield	%	n/a	n/a	-1,9%	-79,5%	-10,4%	2,2%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

DCF-Modell

HGB (31.12.)		2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal year
Nettumsatz	EUR Mio.	16,8	22,0	25,4	28,3	30,3	31,5	32,1	32,4	32,5	32,6	32,7	32,7	32,8	32,7
Umsatzwachstum	%	54,0%	31,3%	15,4%	11,3%	7,2%	4,0%	1,9%	0,8%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT	EUR Mio.	0,7	1,5	1,9	2,3	2,7	3,0	3,3	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,7	3,3
EBIT-Marge (Nettumsatz)	%	4,3%	6,6%	7,5%	8,2%	8,9%	9,5%	10,2%	10,9%	11,6%	12,3%	13,0%	13,7%	14,4%	10,0%
Steuerquote (τ)	%	-34,3%	-29,7%	-29,8%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
EBIT(1-τ)	EUR Mio.	0,5	1,0	1,3	1,6	1,9	2,1	2,3	2,5	2,6	2,8	3,0	3,1	3,3	2,3
Investitionen (Capex, M&A, WC)	EUR Mio.	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
FCFF	EUR Mio.	0,3	0,7	1,1	1,3	1,6	1,9	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,1	3,3	2,2
WACC	%	8,1%	8,1%	8,1%	7,8%	7,5%	7,3%	7,0%	6,7%	6,4%	6,1%	5,8%	5,5%	5,2%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	92,5%	85,5%	79,3%	73,7%	68,7%	64,3%	60,3%	56,6%	53,4%	50,5%	47,8%	45,5%	
PV FCFF	EUR Mio.	0,3	0,6	0,9	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	
Terminal Cashflow	EUR Mio.	2,2													
Terminal Cost of Capital	%	5,2%													
Terminal Value	EUR Mio.	31,4													
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	15,8													
Barwert Detailplanungsphase	EUR Mio.	1,8													
Barwert Grobplanungsphase	EUR Mio.	11,0													
Summe Barwerte	EUR Mio.	28,6													
Wert Operative Assets	EUR Mio.	28,6													
Finanzschulden	EUR Mio.	-0,4													
Cash	EUR Mio.	1,3													
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	29,5													
Anzahl Aktien	Mio.	1,2													
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	24,60													
Aktueller Kurs	EUR	18,27													
Kurspotenzial	%	34,6%													

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn 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, noch 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 Anlagendingen 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. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser 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 per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag 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)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns 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 § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b 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 die folgenden 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 Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
30.09.2016	EUR 24,60	Buy	1; 8
10.02.2016	EUR 24,60	Buy	1; 2; 8
21.04.2015	EUR 31,80	Buy	1; 2; 8

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

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

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, Multiplikatoren Modelle 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 des Erstellers dieser Studie

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.