

Signature

Reuters: F0G.MU

Bloomberg: BUY:AV

Dienstleistungen im Going- und Being-public

Mit über 20 Transaktionen (seit 2011) ist Signature (bzw. deren Tochter- und Vorgängergesellschaften) nach unserer Meinung eine der aktivsten, auf Notierungsaufnahmen und Dual-Listings an unregulierten Handelsplätzen spezialisierten IPO-Boutiquen in Europa. Über die 100%ige Tochter Capital Lounge verfügt Signature über die notwendigen Zulassungen, um Notierungsaufnahmen von Aktien an vier europäischen und einem überseeischen Handelsplatz vorzunehmen. Weitere Akkreditierungen stehen Angabe gemäß bevor.

Nach einem insgesamt durchwachsenen Platzierungsjahr 2018e rechnen wir für die kommenden drei Jahre, die unsere Detailplanungsperiode bilden, mit durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten von 54,8%. Gleichzeitig erwarten wir einen Anstieg des operativen Ergebnisses (EBIT) auf EUR 0,304 Mio. (2021e), was einer EBIT-Marge von 21,0% entspricht. Unser Kursziel von EUR 2,90 ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells (Primärbewertungsmethode). Mit EUR 2,80 lässt sich ein vergleichbares Kursziel aus einem marktorientierten Peergroup-Verfahren (Sekundärbewertungsmethode) ableiten. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 0,94 ergibt sich auf Sicht von zwölf Monaten ein von uns erwartetes Kurspotenzial von rund 208,5%. Wir nehmen die Aktien der Signature AG mit einem Buy-Rating in unsere Research-Coverage auf, verweisen jedoch auf die mit dieser Empfehlung verbundenen unternehmerischen und kapitalmarktbezogenen Risiken.

DCF-Bewertung

Wir bewerten die Aktien von Signature zunächst anhand eines dreistufigen DCF-Entity-Modells (Primärmethode). Nach Ablauf der Detailplanungsperiode modellieren wir einen elfjährigen Übergangszeitraum, der mit dem Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2032e endet. Unser DCF-Modell ergibt im Base-Case-Szenario einen Equity Value von EUR 3,145 Mio. bzw. von EUR 2,90 je Aktie. In einer Monte-Carlo-Sensitivitätsanalyse ermitteln wir in einem Bear-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 2,640 Mio. (EUR 2,40 je Aktie), in einem Bull-Case-Szenario von EUR 4,070 Mio. (EUR 3,70 je Aktien)

Peergroup-Bewertung

Unser DCF-Modell wird unterstützt durch ein marktorientiertes Peergroup-Verfahren, in das Finanzdienstleistungsunternehmen und Börseninformationsdienstleister ohne Größen- oder Herkunftbeschränkung eingehen. Auf Basis der Consensus-Schätzungen 2021e lassen sich für Signature Werte des Eigenkapitals von EUR 2,80 je Aktie (wachstumsadjustiertes KGV) ableiten. Damit werden auf Basis der Gewinnschätzungen 2021e unsere Ergebnisse des DCF-Verfahrens weitgehend bestätigt.

Rating: Buy

Risiko: Sehr hoch

Kurs: EUR 0,94

Kursziel: EUR 2,90

WKN / ISIN: A2DAMG / DE000A2DAMG0

Indizes: -

Transparenzlevel: Börse Wien (Dritter Markt), Börse München

Gewichtete Anzahl Aktien: 1,1 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 1,0 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~7.000 Stück

Jahresabschluss 2018: Vorauss. Juni 2019

EUR Mio.	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	0,390	0,686	1,137	1,448
EBITDA	0,018	0,166	0,214	0,323
EBIT (ohne)	0,008	0,154	0,199	0,304
EBT	0,008	0,154	0,199	0,304
EAT	0,006	0,106	0,137	0,210

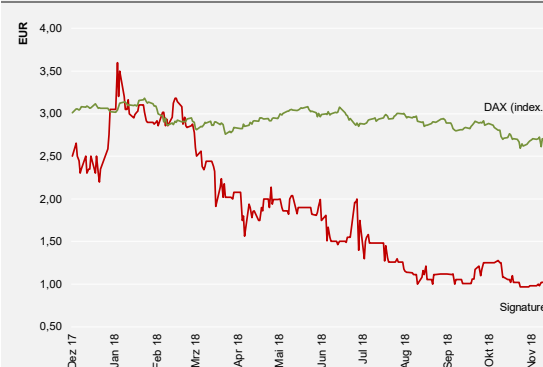
% der Umsätze	2018e	2019e	2020e	2021e
EBITDA	4,6%	24,1%	18,8%	22,3%
EBIT	2,1%	22,4%	17,5%	21,0%
EBT	2,1%	22,4%	17,5%	21,0%
EAT	1,5%	15,4%	12,1%	14,5%

Je Aktie (EUR)	2018e	2019e	2020e	2021e
EPS	0,01	0,10	0,12	0,19
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,66	1,76	1,88	2,07
Cashflow	-0,02	0,08	0,05	0,17

%	2018e	2019e	2020e	2021e
EK-Quote	95,8%	91,3%	87,7%	85,6%
Gearing	-83%	-81%	-77%	-76%

x	2018e	2019e	2020e	2021e
KGV	n/a	9,8	7,5	4,9
EV/Umsatz	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	0,6	0,5	0,5	0,5

EUR Mio.	2019e	2020e	2021e
Guidance: Umsatz	0,864	1,473	2,433
Guidance: EBIT	-	-	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	3
Signature in Bildern	4
Wert des Eigenkapitals EUR 2,90 je Aktie	8
Dienstleistungen im Going- und Being-public	17
Unternehmensgeschichte, Management und Aktionärsstruktur	24
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	27
Neuordnung der Finanzmärkte durch MiFID II/MiFIR	30
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen	36
Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e	42
Erlösentwicklung nach Segmenten, 2015-21e	43
Bilanz (Aktiva), 2015-21e	44
Bilanz (Passiva), 2015-21e	45
Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e	46
Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e	47
Cashflow-Statement, 2015-21e	48
Auf einen Blick, 2015-21e	49
DCF-Bewertung	51
Disclaimer	52

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

Executive Summary

Beteiligungsgesellschaft im Going- und Being-public

Signature ist eine Buy-and-Hold-Beteiligungsgesellschaft, die Unternehmen mehrheitlich übernimmt, die Kapitalmarktdienstleistungen im Bereich Going- und Being-public, insbesondere von Notierungsaufnahmen und Dual-Listings, an unregulierten Handelsplätzen in Europa und in Übersee anbieten. Bezogen auf die Anzahl an Transaktionen ist Signature (bzw. deren Tochter- und Vorgängergesellschaften) mit über 20 Notierungsaufnahmen (Listings), Börsengängen und Private Placements, die in den vergangenen sieben Jahren begleitet wurden, nach unserer Einschätzung eine der aktivsten Investment-Boutiquen in Europa. Neben den Listing-Aktivitäten betreibt die 100%ige Tochter Capital Lounge verschiedene, bevorzugt kapitalmarktaffine Webseiten, die allerdings für den Geschäftserfolg der Signature AG bislang von eher untergeordneter Bedeutung sind. Dasselbe gilt auch für die zweite Beteiligung, die friends & equity GmbH, die Asset Management-Dienstleistungen i. w. S. anbietet.

Strategische Ausrichtung

Strategie der Tochtergesellschaft Capital Lounge ist es, zeitgleich auf unterschiedlichsten Börsenplätzen direkt akkreditiert zu sein, um einem Emissionskandidaten möglichst viele Optionen eines Börsengangs anzubieten und so das nach eigener Einschätzung bedeutende Alleinstellungsmerkmal einer möglichst breiten Dienstleistungspalette weiter auszubauen. Durch ein Zweitlisting der Aktien an einem deutschen Freiverkehrsegment ermöglicht Capital Lounge den Emissionskandidaten anschließend eine höhere Liquidität und Transparenz der Aktien. Das zweite Strategiestandbein stellen M&A-Aktivitäten dar: So ist vorgesehen, durch den Zukauf weiterer kapitalmarktaffiner Websites – zumeist etablierter Börsenplattformen mit hohen Google-Ratings – zusätzliche Cross-Selling-Potenziale zu heben.

Deutlicher Umsatz- und Ergebnisanstieg erwartet

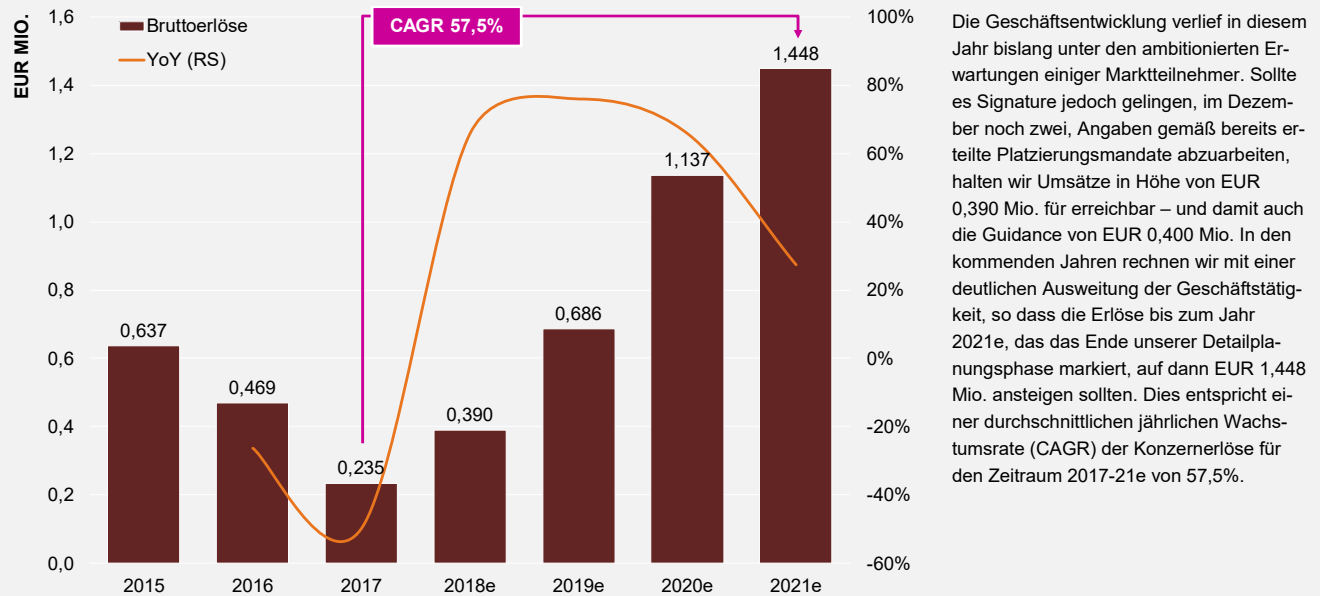
Im laufenden Jahr 2018 konnte Signature die eigenen, ambitionierten Erwartungen bislang nicht vollumfänglich erfüllen. Anstelle von acht Listings, die das Unternehmen ursprünglich geplant hatte, werden voraussichtlich nur vier durchgeführt werden. In diesem Fall rechnen wir mit Konzernenerlösen von EUR 0,390 Mio. und dem Erreichen einer „schwarzen operativen Null“. In den kommenden drei Jahren, die unsere Detailplanungsperiode markieren, erwarten wir einen deutlichen Ausbau der Notierungs- und Platzierungsaktivitäten und bis 2021e einen Umsatz- und Ergebnisanstieg auf EUR 1,448 Mio. bzw. EUR 0,304 Mio.

Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Schwächen und Risiken (Details ab S. 27): **(1)** Unvorhersehbare Risiken aus der Regulierung von Handelsplätzen, **(2)** Verlust der Akkreditierung der Listingpartnerschaft mit einem der betreuten Handelssysteme, **(3)** Risiken aus externem Wachstum, insbesondere aus der Übernahme weiterer Online-Kapitalmarktplattformen, **(4)** potenzieller Stock-Overhang, **(5)** relativ kurzfristiger Auftragsbestand und geringe Visibilität der Ertragsentwicklung, **(6)** Abhängigkeiten vom Management, **(7)** Abhängigkeiten vom globalen Börsenumfeld.

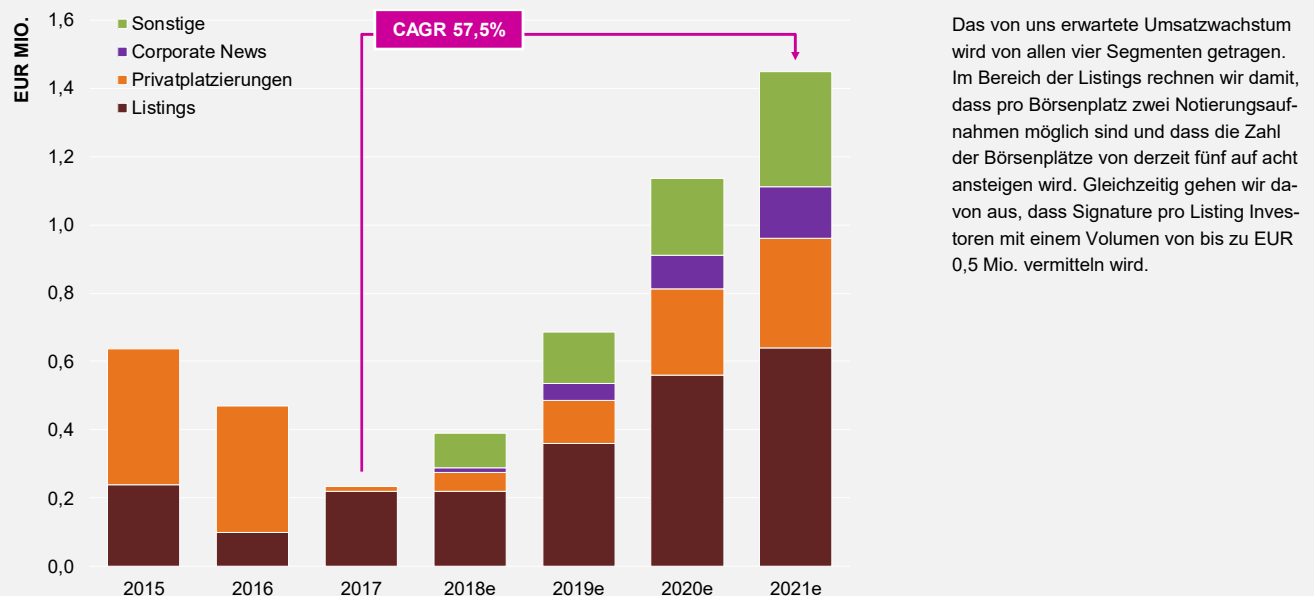
Signature in Bildern

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2015-21E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

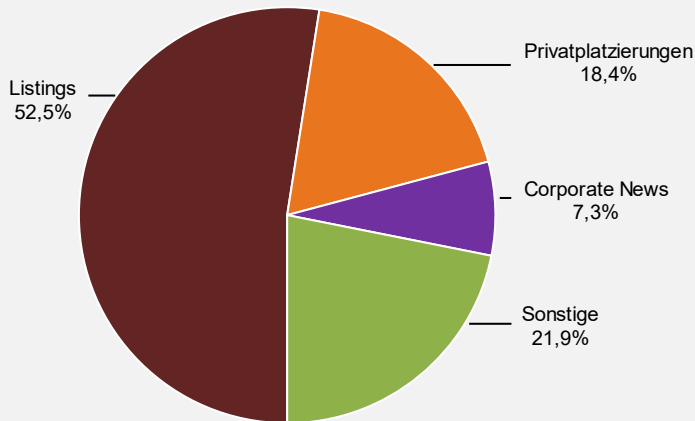
ABBILDUNG 2: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2015-21E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Signature in Bildern

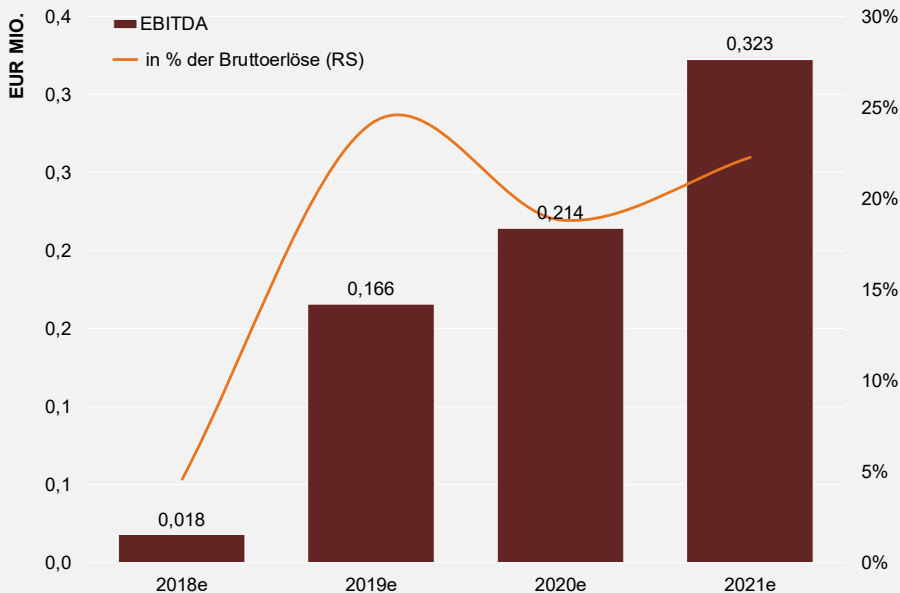
ABBILDUNG 3: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2019E



Für das kommende Jahr rechnen wir damit, dass Signature mit 70,9% mehr als zwei Drittel der Erlöse direkt oder indirekt aus Listing- bzw. Platzierungsaktivitäten generieren wird. 21,9% werden nach unseren Schätzungen mit sonstigen Dienstleistungen erzielt, insbesondere mit der Organisation von Management Roadshows oder von Investment-Konferenzen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 4: EBITA UND EBITDA-MARGE, 2018E-21E

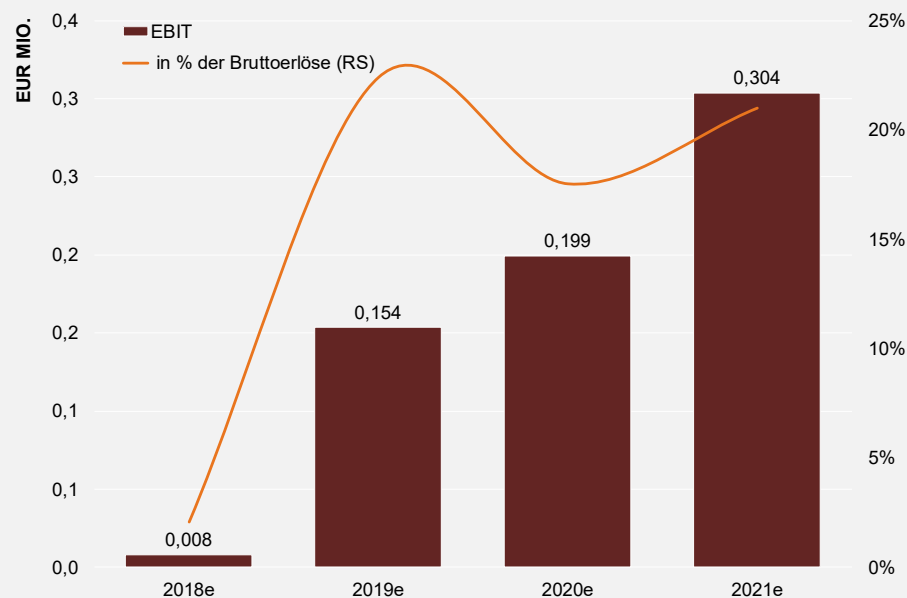


Trotz des bislang unter den eigenen Erwartungen liegenden Umsatzes sollte Signature das Jahr 2018e nach unserer Einschätzung mit einer schwarzen Null abschließen. Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass das Geschäftsmodell eine operative Marge (EBITDA) von 20-25% erreichen kann.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Signature in Bildern

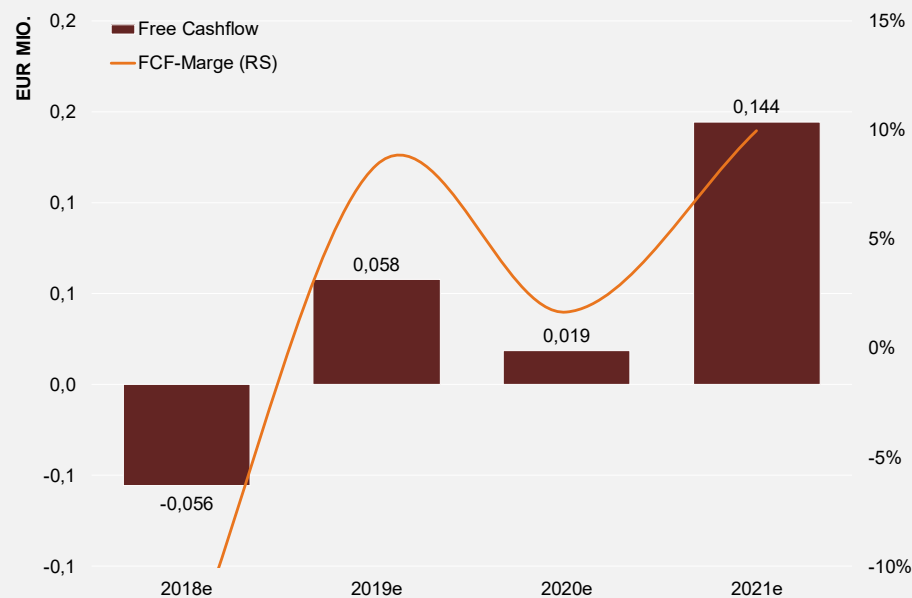
ABBILDUNG 5: EBIT UND EBIT-MARGE, 2018E-21E



Signature betreibt ein wenig anlageintensives Geschäftsmodell. Investitionen in Immobilien oder sonstige Sachanlagen sind nach Ansicht der Gesellschaft überschaubar. Insofern erwarten wir eine parallele Entwicklung von EBITDA und EBIT. Bis 2021e rechnen wir mit einem Anstieg des EBIT auf dann EUR 0,304 Mio. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 21,0%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 6: FREIE CASHFLOWS UND FCF-MARGE, 2018E-21E

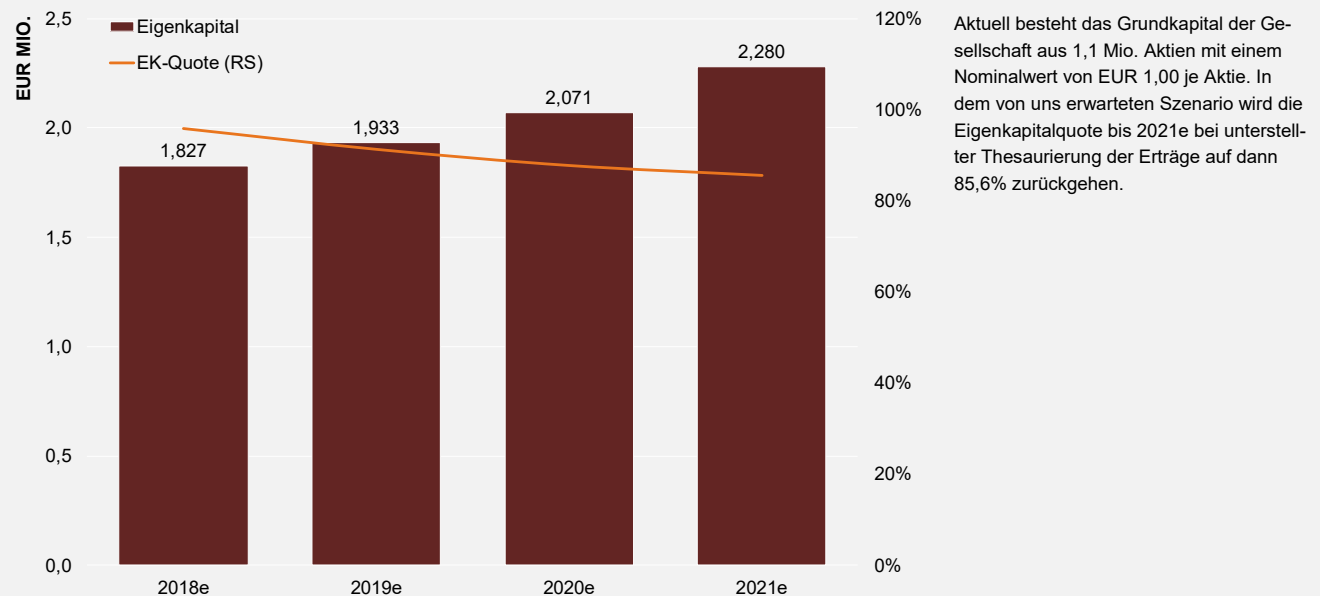


Mit steigender Profitabilität sollte Signature bei gleichbleibenden Investitionsanforderungen die freien Cashflows nach unserer Einschätzung deutlich ausweiten. Bis 2021e rechnen wir mit einer FCF-Marge von 10,0%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

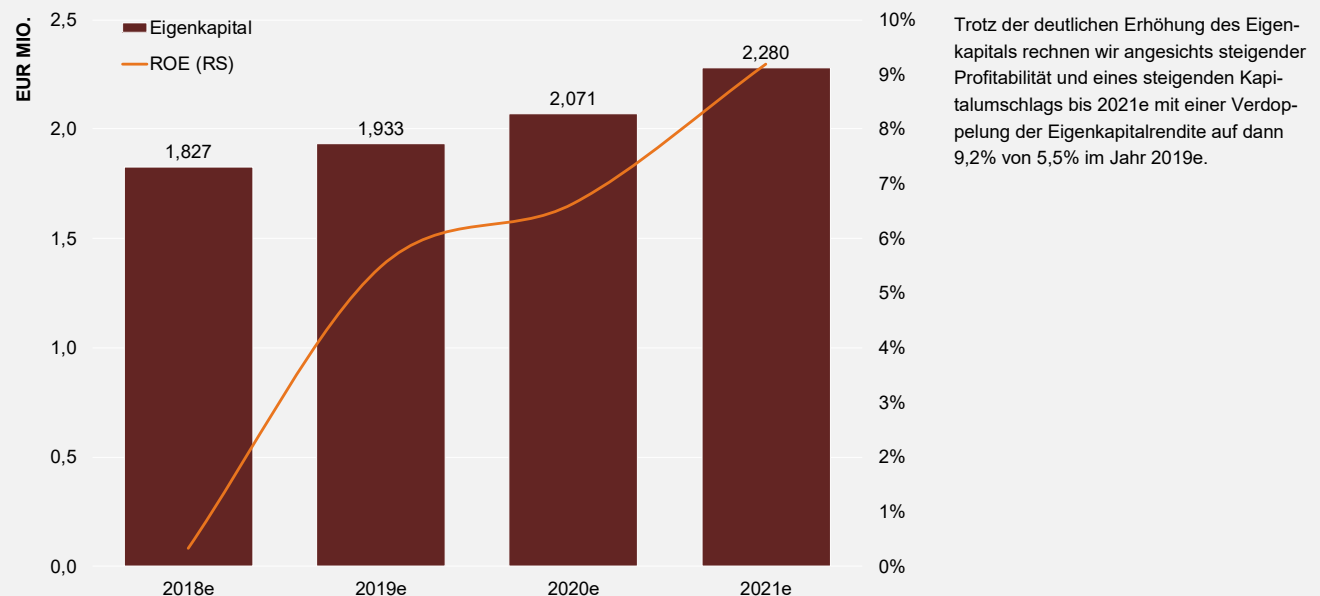
Signature in Bildern

ABBILDUNG 7: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2018E-21E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 8: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALRENDITE (ROE), 2018E-21E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wert des Eigenkapitals EUR 2,90 je Aktie

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der Signature auf der Basis eines dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Entity-Modells (Primärbewertungsmethode) sowie anhand von Peergroup-Multiplikatoren börsennotierter Wettbewerber (Sekundärbewertungsmethode).

In den kommenden Jahren wird Signature durch den weiteren Ausbau der Listing- und Platzierungsaktivitäten nach unserer Ansicht hohe durchschnittliche Umsatzwachstumsraten erzielen und den Umsatz bis 2021e nach unseren Schätzungen bis auf EUR 1,448 Mio. ausbauen (CAGR 2018e-21e 54,8%). Gleichzeitig gehen wir von einer sukzessiven Verbesserung der Profitabilität aus und rechnen damit, dass Signature bis 2021e ein operatives Ergebnis (EBIT) von EUR 0,304 Mio. erzielen wird. Im nachfolgenden Elfjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2032e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 5,1% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 1,0%, 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 2,783 Mio. bzw. von EUR 2,90 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 4,070 Mio. bzw. von EUR 2,640 Mio., entsprechend von EUR 3,70 bzw. von EUR 2,40 je Aktie.

Den inneren Wert aus dem DCF-Modell haben wir durch marktorientierte Peergroup-Multiples überprüft. Dabei ermitteln wir auf Basis unserer Ergebnisprognosen für das Jahr 2021e und von Consensus-Schätzungen einen Wert des Eigenkapitals von EUR 3,080 Mio. bzw. EUR 2,80 je Aktie.

Unser primäres Bewertungsverfahren für Signature ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Das Geschäftsmodell von Signature ist wenig kapitalintensiv: Wachstum wird zum überwiegenden Teil operativ durch den Ausbau der Listing- und Platzierungsaktivitäten erreicht. Übernahmen haben wir nicht modelliert. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist nach unserer Einschätzung ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien der Signature AG (Primärbewertungsmethode).

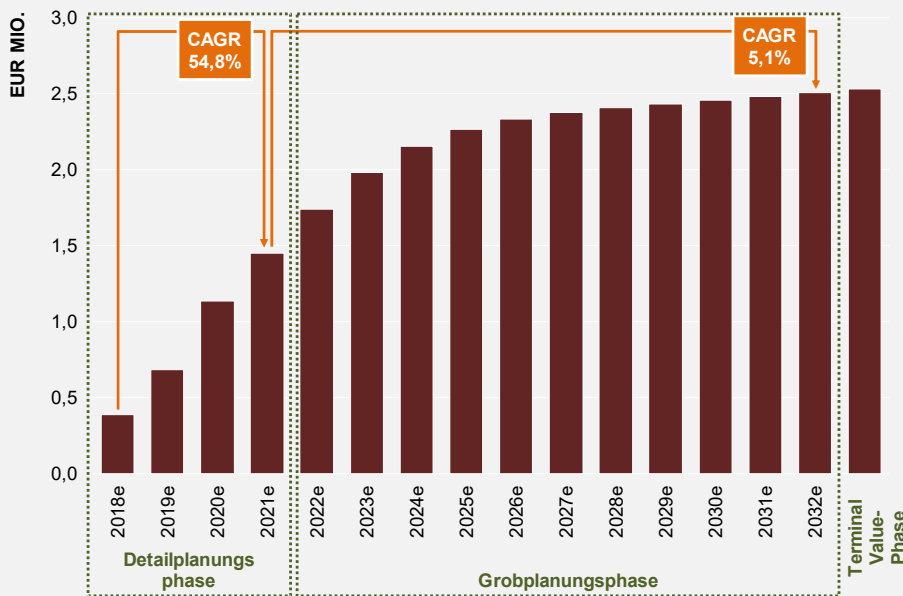
Wachstumsannahmen des DCF-Modells

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

- ☉ 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 durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze zwischen 2018e und 2021e in Höhe von 54,8%.
- ☉ In der anschließenden **Phase 2** (elfjährige „**Grobplanungsphase**“), die 2032e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von 5,1% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ☉ 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 1,0% an.

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:
Annahmen für die Umsatzentwicklung

ABBILDUNG 9: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2018E-32E



Bis 2021e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2032e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Grobplanungsphase belaufen sich auf 5,1%.

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 sonstige Positionen des DCF-Modells

- Ⓢ dass sich die **EBIT-Margen** im Prognosezeitraum nicht nennenswert von dem im Jahr 2021e erwarteten Wert von 21,0% unterscheiden werden;
- Ⓢ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 20,0% liegen;
- Ⓢ ein in Ermangelung statistisch valider Daten aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 1,40, das wir vor dem Hintergrund der hohen Volatilität börsennotierter Finanzdienstleister aus folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,10
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	0,10
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-Beta	1,00
Beta	1,40

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊖ eine im Zeitablauf rückläufige Investitionsquote zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells und einer Nichtberücksichtigung externen Wachstums rechtfertigen lässt; per Saldo rechnen wir ab 2021e nur noch mit Erhaltungs- und geringen Erweiterungsinvestitionen;
- ⊖ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 7,5% pro Jahr, die wir für das derzeit unverschuldete Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 10,0% und einem daraus abgeleiteten synthetischen Rating von CCC für realistisch ansehen;
- ⊖ dass die von Signature im Zeitraum 2018e-21e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 12,6% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,4 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 1,0%, 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 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer Liquiditätsprämie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Rating von CCC sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 7,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Signature eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 75,0/25,0 anstrebt;

TABELLE 2: WACC, 2018E-21E

Kosten des Eigenkapitals	%	12,9%
Quasi-risikoloser Zinssatz (Bundesanleihe, 30 Jahre Restlaufzeit)	%	1,0%
beta		1,4
Erwartete Risikoprämie	%	8,5%
Small Cap-Prämie	%	2,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	75,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	11,2%
Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (Bundesanleihe, 30 Jahre Restlaufzeit)	%	1,0%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	7,0%
Gesamte Kosten des Fremdkapitals	%	8,0%
Steuerquote	%	31,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	5,5%
Zielkapitalstruktur	%	25,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	1,4%
WACC basierend auf Marktwerten	%	12,6%
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN		

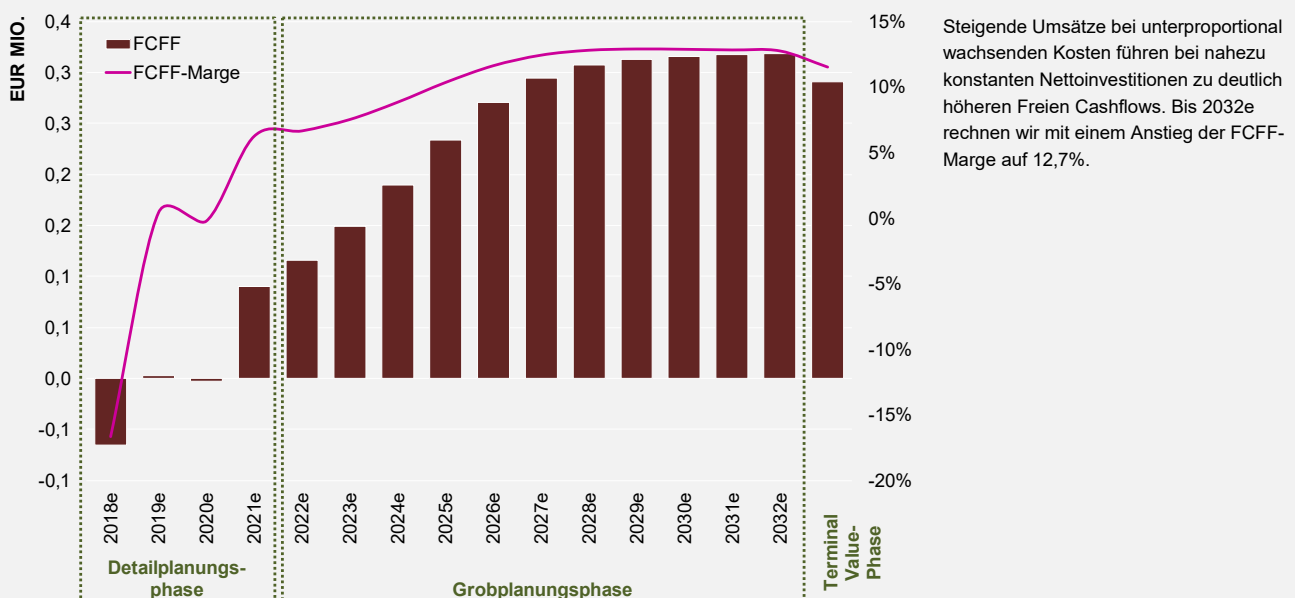
- Ⓢ dass der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode auf dem Niveau von 31,0% liegen wird, was von uns als ein realistischer Durchschnittswert für Signature angesehen wird;
- Ⓢ dass negative freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (**Axiom der Risikoaversion der Anleger**); dies betrifft insbesondere die Anfangsjahre der Detailplanungsphase, in der negative Freie Cashflows erwirtschaftet werden.
- Ⓢ dass Signature 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 der WACC von 12,6% (2018e-21e) auf dann 6,0% (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 2018e bis 2032e. Erkennbar ist, wie Signature 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, 2018E-32E



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 3,145 Mio. bzw. EUR 2,90 je Aktie

Kursziel von EUR 2,90 je Aktie

Der Enterprise Value der Signature AG liegt in unserem Modell bei EUR 1,687 Mio. Aus diesem werden etwa 35,7% über den Terminal Value abgeleitet, -0,1% bzw. 64,4% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Zuzüglich der aktuellen Nettofinanzposition (per 12/2017) von EUR 1,458 Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 3,145 Mio. Bei 1,1 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 2,90 je Aktie.

TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	7,5%
Terminal Cost of capital	%	6,0%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	0,602
in % des Enterprise Value	%	35,7%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-0,002
in % des Enterprise Value	%	-0,1%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	1,087
in % des Enterprise Value	%	64,4%
Enterprise Value	EUR Mio.	1,687
Finanzschulden	EUR Mio.	0,000
Excess Cash	EUR Mio.	1,458
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	3,145
Anzahl Aktien	Mio.	1,1
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	2,90

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Sämtliche Angaben basieren auf pro-forma-Daten

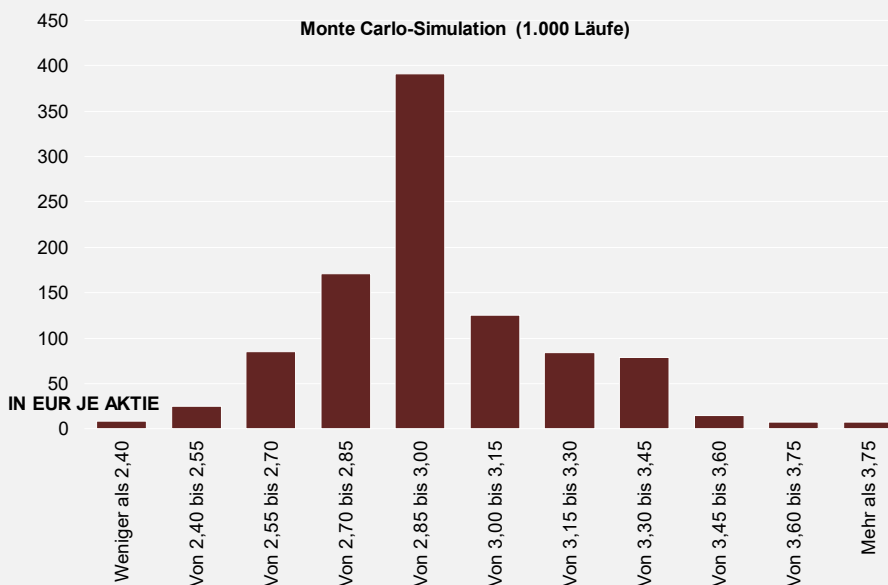
Zu berücksichtigen ist hierbei, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt von Signature kein Konzernabschluss veröffentlicht wurde. Die von uns ermittelten Zahlen für das Jahr 2017 sowie unsere Finanzprognosen 2018e-21e basieren daher auf pro-forma-Daten und sollten mit einem individuellen Sicherheitsabschlag versehen werden.

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 12 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 2,640 Mio. bzw. über EUR 4,070 Mio. bzw. von unter EUR 2,40 und über EUR 3,70 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 2,40 und EUR 3,70 je Aktie

ABBILDUNG 11: MONTE CARLO-SIMULATION



Zu sehen ist eine linksschiefes-rechtssteiles Histogramm, mit einem Modus zwischen EUR 2,85 und EUR 3,00 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Neben einem intrinsischen DCF-Modell (Primärbewertungsmethode) haben wir die Aktien von Signature anhand von Marktmultiplikatoren einer Peergroup aus börsennotierten Wertpapierhandelsbanken und Kapitalmarktdienstleistern (Sekundärbewertungsmethode) verglichen. Auf Basis der Consensus-Schätzungen für das Jahr 2021e für die Peergroup sowie unserer eigenen Prognosen für Signature ergeben sich bei Verwendung des von uns präferierten wachstumsadjustierten Kurs-Gewinn-Multiples Werte des Eigenkapitals in Höhe von EUR 2,80 je Aktie. Sollten unsere Prognosen eintreten, können damit die Ergebnisse aus dem langfristig angelegten DCF-Modell bestätigt werden

Zur Berechnung von Markt-Multiplikatoren haben wir Signature mit Unternehmen aus der Finanzdienstleistungsbranche verglichen.

Neben einem DCF-Modell, über das der intrinsische Wert eines Unternehmens bestimmt wird, bietet es sich an, Signature anhand einer Peergroup börsennotierter börsennotierten Wertpapierhandelsbanken und Kapitalmarktdienstleister zu bewerten, um daraus eine adäquate Marktbewertung des Unternehmens zu ermitteln. Die Voraussetzungen, in die Peergroup aufgenommen zu werden, ergeben sich folglich primär aus der Industriespezifikation. Abstriche bezüglich der Angemessenheit der verwendeten Peergroup ergeben sich aus der Größe der Vergleichsunternehmen, die etwa in Bezug auf die Marktkapitalisierung durchwegs um ein Vielfaches größer sind als Signature.

Peergroup durchgängig deutlich größer als Signature

Peergroup-Bewertung anhand des KGV

Nachfolgende Tabelle 4 zeigt die aus den aktuellen Börsenkursen abgeleiteten Bewertungskennzahlen der Peergroup von Signature anhand des KGVs für die Jahre 2020e und 2021e:

TABELLE 4: KGV PEERGROUP AUS WERTPAPIERHANDELSBANKEN UND KAPITALMARKTDIENSTLEISTERN

		2020e	2021e
EQS Group	x	53,3x	32,7x
wallstreet:online	x	8,2x	7,5x
Baader Bank	x	8,4x	6,1x
FinTech Group	x	9,2x	8,1x
Tradegate	x	12,8x	11,3x
EuroLand Corporate	x	n/a	n/a
Numis Corp.	x	9,6x	8,7x
Swissquote Group	x	9,5x	8,9x
Signature	x	8,0x	5,2x
Median	x	9,4x	8,4x
Maximum	x	53,3x	32,7x
Minimum	x	8,0x	5,2x

QUELLE: CAPITALIQ, SPHENE CAPITAL

Bewertungskennzahlen breit gestreut

Die Bandbreite der Bewertungskennzahlen ist relativ breit gestreut. Aus vorstehender Tabelle 4 wird deutlich, dass die KGV-Multiples auf Basis der Consensus-Schätzungen 2021e unter Einbeziehung der Extremwerte in der Bandbreite zwischen 5,2x und 32,7x liegen.

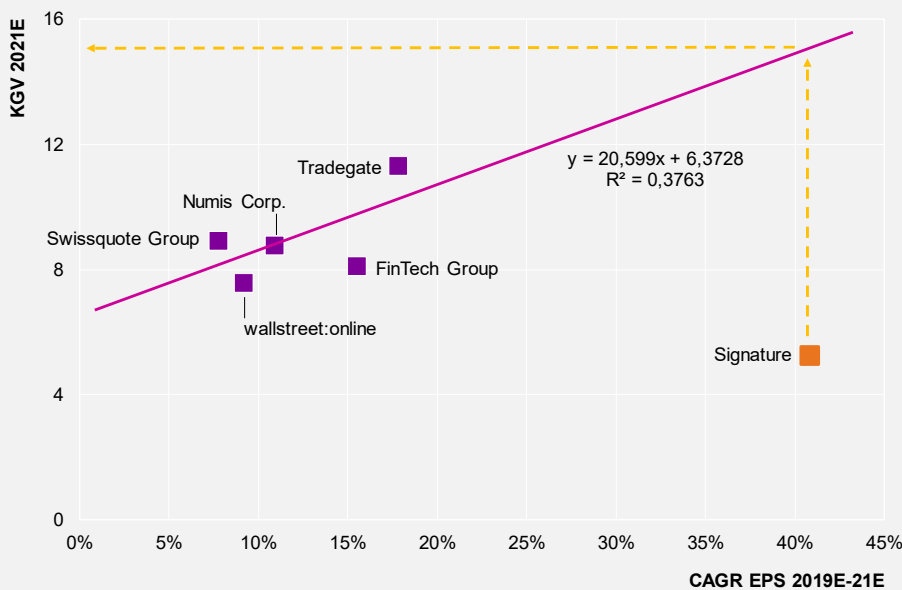
Wählen wir zur Ausschaltung von Extremwerten den Median als das relevante Zentralmaß, ergibt sich auf Basis der Consensus-Schätzungen 2021e eine Bewertung von durchschnittlich 8,4x. Der daraus abzuleitende Eigenkapitalwert für Signature liegt damit bei EUR 1,60 je Aktie und somit deutlich unter dem durch das DCF-Verfahren ermittelten Wert von EUR 2,90 je Aktie.

Verwendung eines wachstumsadjustierten KGVs

Allerdings stellt sich die Frage, ob die Verwendung des KGVs unseren Wachstumserwartungen für Signature gerecht wird, die deutlich über denen der Peergroup liegen. Verwenden wir daher ein wachstumsadjustiertes KGV, so lässt sich aus der Trendlinie für Signature ein aus den Marktwerten abgeleitetes KGV von 14,5x und damit ein wachstumsadjustiertes Kursziel von EUR 2,80 je Aktie ableiten.

Am Kapitalmarkt werden für schneller wachsende Unternehmen tendenziell höhere Multiples bezahlt, als für langsamer wachsende Unternehmen.

ABBILDUNG 12: WACHSTUMSADJUSTIERUNG DES KGV 2021E



Deutlich erkennbar ist ein positiver Zusammenhang zwischen der Gewinnentwicklung der beobachteten Unternehmen und der Bewertung der Aktien ($R^2=0,38$).

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

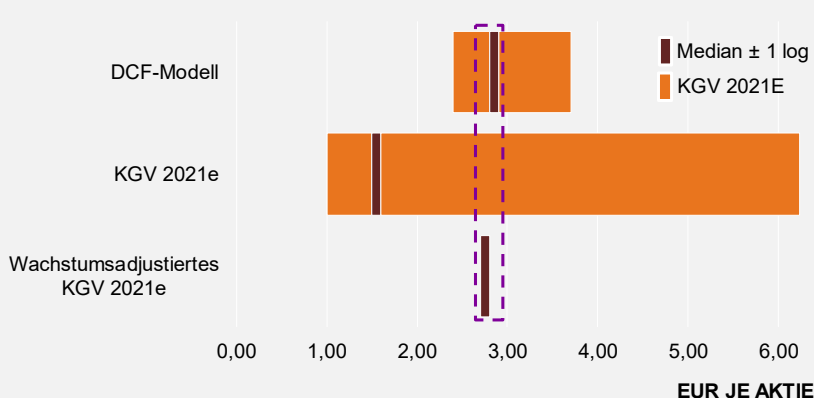
Zusammenfassung der Ergebnisse

In nachstehender Abbildung 14 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir in der Peergroup-Bewertung die jeweiligen Medianwerte bzw. im DCF-Verfahren das Bear-, Base- und Bull-Case-Szenario dargestellt haben. Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von Signature sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik.

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

Angesichts eines erwarteten Kurspotentials von 208,5% nehmen wir die Aktien der Signature AG mit einem Buy-Rating in unsere Research-Coverage auf.

ABBILDUNG 13: 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 2,90 je Aktie wäre Signature mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel EUR 2,90		
		2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
KGV	x	9,8x	7,5x	4,9x	30,1x	23,2x	15,2x
EV/Umsatz	x	n/a	n/a	n/a	2,4x	1,4x	1,0x
EV/EBIT	x	n/a	n/a	n/a	10,6x	8,0x	4,8x
KBV	x	0,5x	0,5x	0,5x	1,6x	1,5x	1,4x

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. 27ff): **(1)** Aktuell noch kein testierter Konzernabschluss, **(2)** Unvorhersehbare Risiken aus veränderten Regulierungsrichtlinien für Primär- und Dual Listings zu Ungunsten von Signature, **(3)** Verlust der Akkreditierung an einem der betreuten Handelssysteme, **(4)** Risiken aus externem Wachstum, insbesondere aus der Übernahme weiterer Online-Kapitalmarktplattformen, **(5)** potenzieller Stock-Overhang, **(6)** relativ kurzfristiger Auftragsbestand und geringe Visibilität der Ertragsentwicklung, **(7)** Abhängigkeiten vom Management, **(8)** Abhängigkeiten vom globalen Börsenumfeld, **(9)** Geringer als erwartete Cross Selling-Erfolge insbesondere im Bereich der Webseitenvermarktung.

Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes von Signature in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über verstärkte Listing-Aktivitäten, **(2)** Meldungen über eine weitere Zulassungen als Listingpartner an einer der europäischen MTFs, **(3)** Meldungen über Reichweitensteigerungen der Börsenportale, **(4)** Meldungen über eine besser als von uns erwartete Ertragsentwicklung.

Dienstleistungen im Going- und Being-public

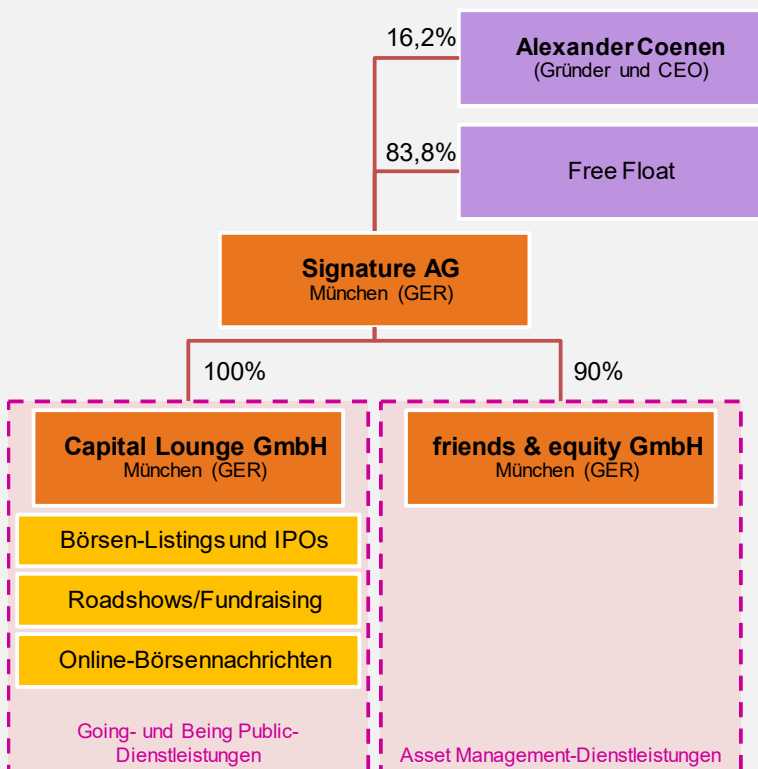
Signature ist eine Beteiligungsgesellschaft, die sich an Unternehmen beteiligt, die Kapitalmarktdienstleistungen im Bereich Going- und Being-public anbieten. Aktuell ist Signature an zwei Unternehmen mehrheitlich beteiligt: An der Capital Lounge GmbH und der friends & equity GmbH, beide mit Sitz in München.

Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf Dienstleistungen für das Going- und Being-public

Signature ist eine Buy-and-Hold-Beteiligungsgesellschaft, die Unternehmen mehrheitlich übernimmt, die Kapitalmarktdienstleistungen im Bereich Going- und Being-public anbieten. Im Fokus der Geschäftstätigkeit steht dabei die 100%ige Tochter Capital Lounge, die Emissionsdienstleistungen an unregulierten Märkten in Deutschland, im europäischen Ausland und in Übersee anbietet, die anschließend meist über ein Dual Listing an einer deutschen Freiverkehrsbörse gespiegelt werden. Bezogen auf die Anzahl an Transaktionen ist Signature (bzw. deren Vorgängergesellschaften) mit über 20 Listings, Börsengängen und Private Placements, die in den vergangenen sieben Jahren begleitet wurden, nach unserer Einschätzung eine der aktivsten Investment-Boutiquen in Europa. Von weitaus geringerer Bedeutung für den Geschäftserfolg des Unternehmens ist dagegen die zweite Beteiligung von Signature, die friends & equity GmbH, die Asset Management-Dienstleistungen i. w. S. anbietet.

Buy-and-Hold-Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf Going- und Being-public-Dienstleistungen

ABBILDUNG 14: ORGANIGRAMM SIGNATURE



Unternehmensgründer Alexander Coenen ist derzeit mit 16,2% am Unternehmen beteiligt und als Alleinvorstand in operativer Funktion im Unternehmen tätig.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der Signature AG liegt in der 100%igen Beteiligung an Capital Lounge. Das 2016 gegründete Unternehmen ist Anbieter einer breiten Palette kapitalmarktbezogener Dienstleistungen im Rahmen des Going- bzw. Being-public sowie Betreiber diverser kapitalmarktbezogener Websites. Das Management der Capital Lounge hat in den vergangenen sieben Jahren über 20 Transaktionen (Listings, Börsengänge und Private Placements) durchgeführt; damit ist Capital Lounge (bzw. seine Vorgängergesellschaften) nach unserer Ansicht eine der aktivsten IPO-Boutiquen in Europa.

Capital Lounge, die bedeutendste Beteiligung von Signature

Die mit Abstand bedeutendste Beteiligung von Signature ist die Capital Lounge GmbH mit Sitz in München. Die 100%ige Tochtergesellschaft erbringt kapitalmarktbezogene Dienstleistungen im Rahmen des Going- und Being-public an unregulierten Märkten im europäischen Ausland und in Übersee sowie an deutschen Freiverkehrsbörsen.

Signature besteht aus zwei, voneinander unabhängigen Gesellschaften mit unterschiedlichen operativen Schwerpunkten.

Seit 2011 war das Management von Capital Lounge (bzw. von deren Vorgängergesellschaften) für insgesamt mehr als 20 Notierungsaufnahmen, sogenannte Listings, Börsengänge und Private Placements an einem europäischen Handelssystem (englisch Multilateral Trading Facilities, kurz MTF) oder einer deutschen Freiverkehrsbörse verantwortlich; bezogen auf die Anzahl an Transaktionen ist Capital Lounge damit u. E. eine der aktivsten IPO-Boutiquen in Europa.

Ein MTF ist ein börsenregulierter Finanzplatz, dessen nationales Kapitalmarktrecht auch bei inländischen Sachverhalten und Transaktionen angewandt und durchgesetzt werden kann. Juristisch gesehen handelt es sich bei einem MTF um einen Handelsplatz, nicht um eine Wertpapierbörse i. e. S. (vgl. hierzu auch ausführlich das nachfolgende Kapitel „Neuordnung der Finanzmärkte durch MiFID II/MiFIR“); als solche dürfen nur Handelsplätze bezeichnet werden, die die EU-weiten Regulierungsvorgaben erfüllen. Insofern ist ein MTF ein unregulierter Handelsplatz, der meist von einer Wertpapierhandelsbank oder einem Börsenbetreiber betrieben wird und über den Wertpapiere nach Regeln gehandelt werden können, die von dem jeweiligen Börsenbetreiber selbst festgelegt wurden.

Listing-Partner an verschiedenen Handelsplätzen

Strategie des Unternehmens ist es, zeitgleich auf mehreren deutschen und internationalen Handelsplätzen direkt akkreditiert zu sein. Obwohl sich diese in der Regel nur in Nuancen unterscheiden, sind diese Unterschiede letztlich doch so gravierend, dass sie für Capital Lounge nach unserer Ansicht ein Alleinstellungsmerkmal ausmachen. Dabei wird durch die Partnerschaft mit möglichst vielen Handelsplätzen sichergestellt, dass Capital Lounge einem Emissionskandidaten alle Facetten eines Börsengangs anbieten kann. Aktuell verfügt Capital Lounge über die notwendigen Zulassungen, um die Wertpapiere von Unternehmen an vier europäischen Handelsplätzen sowie einem überseeischen Handelsplatz in den Handel einführen zu können:

Kapitalmarktpartner an derzeit vier Handelsplätzen in Europa und Übersee

Ⓢ Athens Stock Exchange: Nominated Adviser am Alternative Market

Als Nominated Adviser hält Capital Lounge die Lizenz zur Einbeziehung von Aktien in die beiden Freiverkehrssegmente EN.A Step für die Finanzierung von Start-Up-Unternehmen und EN.A Plus für junge Wachstumsunternehmen. Beide berechtigen die dort notierten Emittenten zu einem Zweitlisting an der Frankfurter Wertpapierbörse und an allen Regionalbörsen in Deutschland.

📍 **Börse Düsseldorf: Kapitalmarktpartner**

Als Kapitalmarktpartner hat Capital Lounge die Lizenz zur Einbeziehung von Aktien in den Freiverkehr und den Prime Market. Letztere berechtigt einen Emittenten zu einem Zweitlisting in Frankfurt sowie an allen Regionalbörsen in Deutschland.

📍 **Wiener Börse: Capital Market Coach (CMC)**

Als CMC ist Capital Lounge ein offizieller Betreuer von Unternehmen mit einer Notierung im Segment „direct market plus“, dem Einstiegssegment der Wiener Börse für „expandierende Jungunternehmen und den österreichischen Mittelstand“. Eine Notiz im mid market der Wiener Börse berechtigt zu einem Zweitlisting der Emittenten an allen Regionalbörsen in Deutschland.

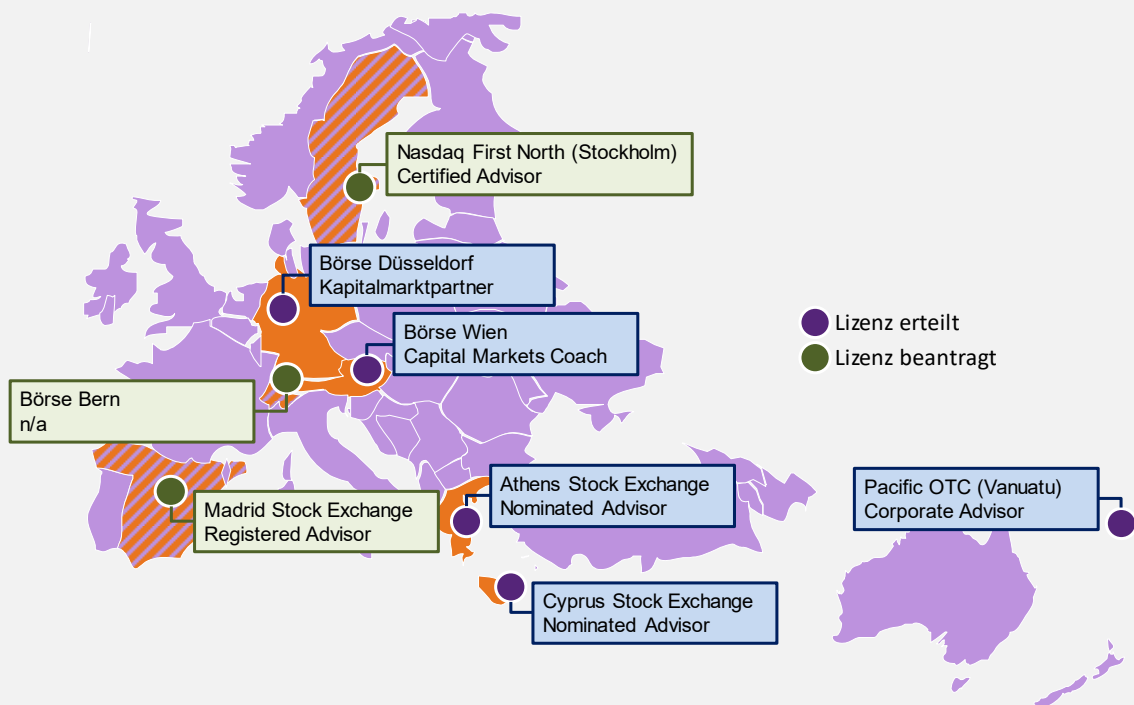
📍 **Cyprus Stock Exchange: Nominated Advisor**

Als Nominated Advisor stellt Capital Lounge der zyprischen Börse den Emissionskandidaten vor und bestätigt zugleich, dass dieser die Zulassungsvoraussetzungen erfüllt hat. Nach dem IPO am Emerging Companies Market (kurz E. C. M.) wird der Nominated Advisor als Berater des Emittenten in Bezug auf die Einhaltung der Folgeverpflichtungen tätig. Sonstige Berechtigungen zu einem Listing an einer deutschen Börse sind jedoch nicht vorgesehen.

📍 **Pacific OTC: Corporate Advisor**

Als Corporate Advisor hat Capital Lounge eine Lizenz zur Einbeziehung von Aktien in die Segmente Quotation Board und Entry Board der Börse in Vanuatu. Aus der Notierungsaufnahme am Pacific OTC erwächst dem Emittenten keine Berechtigung für ein Dual Listing an einer deutschen Freiverkehrsbörse.

ABBILDUNG 15: LISTING-PARTNER-AKTIVITÄTEN VON CAPITAL LOUNGE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Weitere Anträge in Bearbeitung

Darüber hinaus hat Capital Lounge an folgenden Börsenplätzen Anträge auf eine Listing-Partnerschaft gestellt:

📍 **Madrid Stock Exchange: Registered Advisor**

Beantragt wurde eine Lizenz zur Einbeziehung von Aktien in das Segment „Mercado Alternativo Bursatil“ (MTF). Diese berechtigt Emittenten zu einer Zweitnotiz an den Regionalbörsen Berlin und Stuttgart.

📍 **Nasdaq First North (Stockholm): Certified Advisor**

Beantragt wurde eine Lizenz zur Einbeziehung von Aktien in alle Segmente der Nasdaq First North der Börse Stockholm, das heißt in das Segment Nasdaq First North Premier und Nasdaq First North Bond Market. Diese berechtigt einen Emittenten zu einer Zweitnotierung an der Frankfurter Wertpapierbörse und allen Regionalbörsen in Deutschland.

📍 **BX Swiss (a.k.a. „Berner Börse“): Gesuchsteller**

Der Antrag ist Angaben gemäß in Bearbeitung.

TABELLE 6: LISTING-AKTIVITÄTEN IM ÜBERBLICK

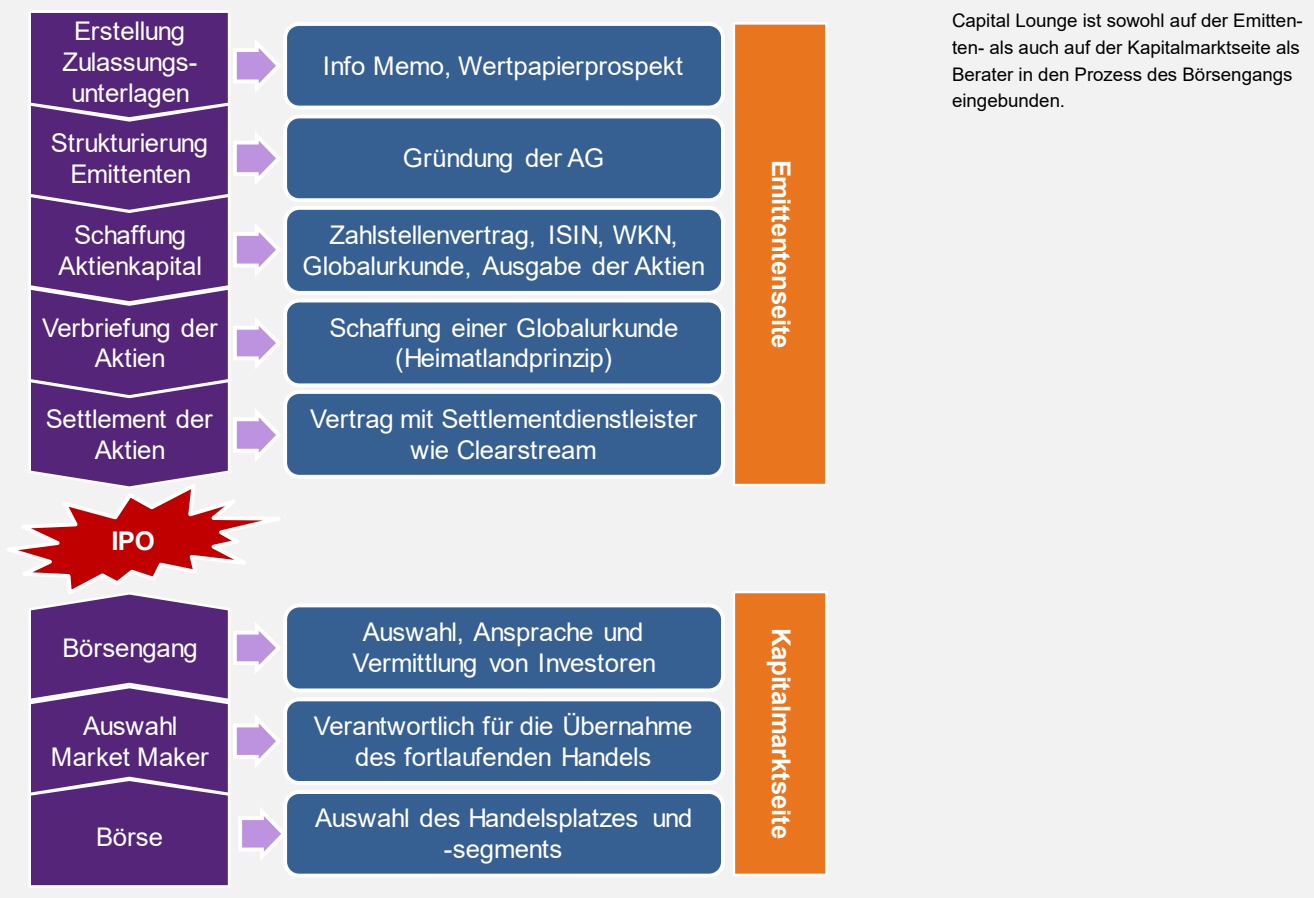
Datum	Unternehmen	Land	Listing	Handelsplatz
09.02.2011	YD Ynvisible SA	POR	Primärlisting	Frankfurt, Freiverkehr
22.09.2011	Biopremier SA	POR	Primärlisting	Frankfurt, Freiverkehr
21.01.2015	SendR SE	GER	Primärlisting	Marche Libre
10.03.2015	Sumo Resources Plc	GBR	Primärlisting	Marche Libre
02.06.2015	Solutions 30 SE	GER	Zweitlisting	Frankfurt, Freiverkehr
05.06.2015	Protektus AG	GER	Primärlisting	Marche Libre
03.07.2015	Gentlemen's Equity S.A.	POR	Primärlisting	Marche Libre
09.07.2015	ML Trading AG	SUI	Primärlisting	Marche Libre
16.07.2015	Anlarop Development AG	SUI	Primärlisting	Marche Libre
11.08.2015	SendR SE	GER	Primärlisting	Berlin, Freiverkehr
08.10.2015	Brokersclub AG	SUI	Primärlisting	Marche Libre
18.02.2016	Azorean Aquatic Technologies SA	POR	Primärlisting	Marche Libre
05.05.2016	BAMBU AG	SUI	Primärlisting	Marche Libre
25.10.2016	YDreams Global Interactive Technologies Inc.	CDN	Primärlisting	TSX Venture
31.03.2017	agile content S.A.	ESP	Zweitlisting	Stuttgart, Freiverkehr
16.05.2017	Insignum AG	SUI	Primärlisting	Pacific OTC
15.11.2017	Biovolt AG	SUI	Primärlisting	mid market Wien
28.11.2017	Signature AG	GER	Primärlisting	Dritter Markt Wien
07.12.2017	DWH Deutsche Werte Holding AG	GER	Primärlisting	mid market Wien
21.02.2018	Minerals Mining Corporation AG	SUI	Primärlisting	Pacific OTC
06.09.2018	World Excellent Products S.A.	GBR	Primärlisting	Dritter Markt Wien
12/2018	B-A-L Germany AG	GER	Primärlisting	Dritter Markt Wien
12/2018	Fuel Trade International Inc.	CDN	Primärlisting	Dritter Markt Wien

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Mit mehr als 20 Listings einer der aktivsten IPO-Boutiquen Europas

Seit 2011 war Capital Lounge (bzw. die ebenfalls von Alexander Coenen gegründeten Vorgängergesellschaften) für mehr als 20 Listings an acht Marktplätzen in Europa und Übersee verantwortlich. Das unter Mitwirkung von Capital Lounge platzierte Emissionsvolumen aus diesen mehr als 20 Transaktionen summiert sich Angaben gemäß auf mehr als EUR 20 Mio.

ABBILDUNG 16: UNTERNEHMENSSTRATEGIE IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Breite Dienstleistungspalette im Going- und Being-public

Abgesehen von den Listing-Aktivitäten werden von Capital Lounge diverse weitere Dienstleistungen im Bereich des Going-public angeboten, unter anderem

- ☉ die Erstellung von Wertpapierprospekten,
- ☉ die Erstellung von Wirtschafts- und Geschäftsplänen,
- ☉ die Erstellung von Unternehmenspräsentationen,
- ☉ die Erstellung von Unternehmensbewertungen und
- ☉ die Durchführung von Due Diligence-Tätigkeiten.

Im Bereich des Being-public umfassen die Dienstleistungen der Capital Lounge insbesondere

- ⑤ outgesourcte Tätigkeiten im Bereich der Investor- und Public Relations,
- ⑤ Organisation von Roadshows und
- ⑤ Organisation von Roundtable-Veranstaltungen mit institutionellen Investoren sowie vermögenden Privatkunden (sogenannte High Net Worth Individuals).

Auf jeden Fall ausgenommen von den von Capital Lounge angebotenen Dienstleistungen sind Angaben gemäß sämtliche erlaubnispflichtige Tätigkeiten gemäß KWG.

Darüber hinaus erstellt Capital Lounge für ihre Kunden Marktstudien und -analysen über die Märkte, in denen diese aktiv sind.

Sonstige Aktivitäten der Capital Lounge

Neben den beschriebenen Listing- bzw. IR-Aktivitäten betreibt Capital Lounge verschiedene, bevorzugt kapitalmarktaffine Webseiten, darunter

Cross-Selling auf diversen kapitalmarktbezogenen Websites, zumeist etablierte Börsenplattformen mit hohen Google-Ratings.

- ⑤ **adhoc-infos.de:** Börsenforum, auf dem Ad-hoc- und sonstige Pressemeldungen zusammengefasst werden.
- ⑤ **aktienfreak.de:** Börsenforum, auf dem Anlegern selektiv Börsenkurse und Aktien-tipps bereitgestellt werden.
- ⑤ **Boersenforum.de:** Börsenforum, auf dem Einsteiger und Fortgeschrittene in zahlreichen Threads eigene Inhalte posten können.
- ⑤ **Corporate News Germany:** Plattform zur Veröffentlichung von Unternehmensmeldungen und Presstexten, nicht jedoch zur Umsetzung von Meldepflichten und Transparenzanforderungen.
- ⑤ **European Capital Markets Conference:** Bankenunabhängige Kapitalmarkt-konferenz für institutionelle Investoren, Privatanleger und Journalisten.
- ⑤ **Existenzgründerforum.de:** Börsenportal für Existenzgründer und Unternehmen in ihrer Frühphase.
- ⑤ **Investmentzirkel.de:** Portal für Aktien ausgewählter Nano- und Micro-Caps sowie diverse geschlossene Fonds bzw. Direkt-Engagements.
- ⑤ **IPO-Check.com:** Informations-Website für Unternehmen, die Zugang zum Kapitalmarkt über Eigen- oder Fremdkapital sowie ICO suchen.
- ⑤ **IPO-Club.com:** Börsenclub, der Anlegern unterschiedliche Beteiligungsmöglichkeiten (auch pre-IPO) innerhalb des EU-Raums anbietet.
- ⑤ **Traderforum.de:** Börsenportal mit eigen erstellten Kapitalmarkt-kolumnen und Vorstandsinterviews.
- ⑤ **Unternehmersein.com:** Börsenportal für Unternehmer mit hohem Anteil an user generated content.
- ⑤ **Spanienforum.com:** Deutschsprachiges Informationsportal zu diversen Themen rund um Spanien.

Das Münchener Unternehmen friends & equity GmbH ist ein Asset Manager von pre-IPO-Unternehmensbeteiligungen. friends & equity bevorzugt Minderheitsbeteiligungen und Wachstumsfinanzierungen in den Segmenten Software, IT und High-Tech. Aktuell hält Signature eine Beteiligung von 90% an dem Unternehmen, die verbleibenden 10% sind im Besitz des Firmengründers und Geschäftsführers, Mathias Voigt.

friends & equity GmbH mit Asset Manager-Kompetenzen

Von deutlich geringer Bedeutung für den Geschäftserfolg von Signature ist die 90%ige Beteiligung an friends & equity GmbH. Das Geschäftsmodell des Unternehmens besteht aus dem An- und Verkauf von Unternehmensanteilen, bevorzugt von jenen Gesellschaften, für deren Listing Capital Lounge zuvor mandatiert worden ist. Dabei fokussiert sich friends & equity auf Minderheitsbeteiligungen und Wachstumsfinanzierungen in den Segmenten Software, IT und High-Tech.

Unternehmensgeschichte, Management und Aktionärsstruktur

Signature ist eine Buy-and-Hold-Beteiligungsgesellschaft, die Ende des Jahres 2016 gegründet wurde. Derzeit befinden sich zwei Gesellschaften im Konsolidierungskreis.

Überblick über die Unternehmensgeschichte

Nachfolgende Abbildung 18 gibt einen Überblick über die Unternehmensgeschichte von Signature sowie der Beteiligten Capital Lounge und friends & equity:

ABBILDUNG 17: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK

Signature	Capital Lounge	Friends & equity	Sonstige
2016 Gründung der Signature AG (GER)	2016 Gründung der Capital Lounge GmbH (GER)	2016 Gründung der friends & equity GmbH (GER) als Beteiligungsgesellschaft	2012 Gründung der Cocorp GmbH (SUI)
2017 Notierungsaufnahme an der Börse Wien (Dritter Markt) mit Grundkapital EUR 1,0 Mio.	2017 Status als Corporate Advisor am Handelsplatz Pacific OTC		2014 Gründung der Capital for Markets GmbH (GER)
2018 Zweitlisting an der Börse München (m:access) Zweitlisting an der Börse Berlin	2017/18 Status als Kapitalmarktpartner an diversen europäischen MTFs		2017 Übernahme des Finanzportals boersenforum.de
2018 Kapitalerhöhung auf EUR 1,1 Mio.			2018 Verkauf der Capital for Markets GmbH Abwicklung der Cocorp GmbH
			2018 Übernahme des Finanzportals adhoc-infos.de

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Signature ist ein gründergeführtes Unternehmen. Die Verwaltung der Gesellschaft setzt sich aus dem Alleinvorstand Alexander Coenen und einem dreiköpfigen Aufsichtsrat zusammen. Insgesamt werden im Unternehmen derzeit zwei Mitarbeiter beschäftigt.

Vorstand mit langjähriger Kapitalmarkterfahrung

Alleinvorstand der Signature AG ist Herr Alexander Coenen. In den vergangenen 20 Jahren hat Herr Coenen als Gründer diverser Unternehmen – darunter Castelo dos Cisnes GmbH, CdC Capital GmbH, Chatulle AG, Public Research Lda und Special Situations S. A. – zahlreiche Kapitalmarkttransaktionen hauptverantwortlich begleitet. Sein besonderes Know-how ist die technische Abwicklung von Börsengängen innerhalb der 28 europäischen EU-Mitgliedsstaaten. Nach eigenen Angaben zeichnete Herr Coenen während seiner Karriere verantwortlich für den Börsengang von 46 Unternehmen.

Der Aufsichtsrat der Gesellschaft, der sich aus drei Personen zusammensetzt, kann nach unserer Einschätzung als ausgesprochen kapitalmarktaffin bezeichnet werden:

- ⑤ Vorsitzender des Aufsichtsrats ist Herr **Falko Bozicevic**. Herr Bozicevic ist Chefredakteur der Publikation „Going Public“ und geschäftsführender Gesellschafter der BondGuide Media GmbH.
- ⑤ Stellvertretende Vorsitzende des Aufsichtsrats ist Frau **Manuela Tränkel**. Sie ist Managerin des Family Offices Mandura Asset Management AG und in dieser Funktion tief vernetzt in die deutsche Mid- und Small Caps-Szene. Darüber hinaus war Frau Tränkel in der Vergangenheit bei verschiedenen Gesellschaften als Aufsichtsrätin tätig, unter anderem bei der Ariston Real Estate AG.
- ⑤ Das dritte Aufsichtsratsmandat ist nach dem Rücktritt von Herrn **Ralf Hellfritsch**, Gründer und Leiter der BankM, aus persönlichen Gründen derzeit nicht besetzt. Angaben gemäß wird die Vakanz bis spätestens Ende dieses Jahres besetzt werden.

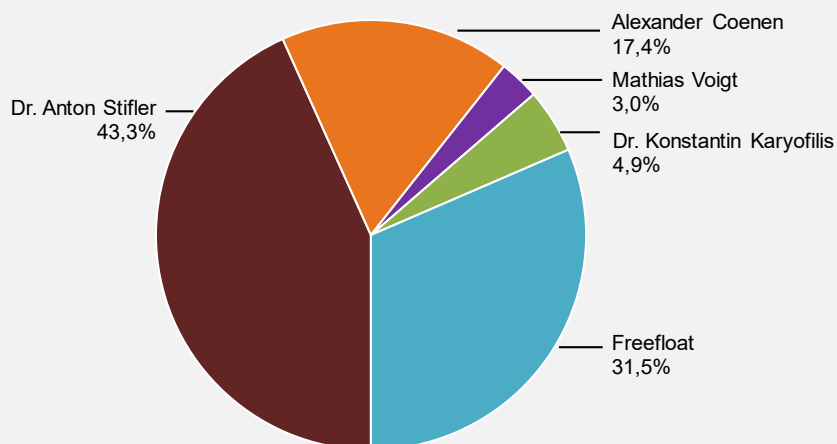
Derzeit hält der Aufsichtsrat keine nennenswerte Beteiligungen an der Signature AG.

Das Grundkapital der in München ansässigen Gesellschaft besteht aktuell aus 1,1 Mio. Stück Namensaktien. Hauptaktionäre der Gesellschaft sind ein Privatanleger mit 43% sowie der Vorstandsvorsitzende Alexander Coenen mit 17% der Anteile. Der Free Float nach der Definition der Deutsche Börse AG liegt derzeit bei 32%.

1,1 Mio. Stück ausstehende Aktien

Seit November 2017 ist die Aktie der Signature AG am Dritten Markt der Wiener Wertpapierbörse notiert. Das Sekundärlisting erfolgte im Freiverkehr der Börse München und der Börse Berlin. Das Grundkapital der Gesellschaft setzt sich seit einer im August dieses Jahres durchgeführten Kapitalerhöhung aus 1,1 Mio. Aktien zusammen. Bei einem aktuellen Kurs von EUR 0,94 liegt damit die Marktkapitalisierung der Gesellschaft damit bei EUR 1,0 Mio.

ABBILDUNG 18: AKTIONÄRSSTRUKTUR DER SIGNATURE AG (PER DEZEMBER 2018)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Aktien werden mehrheitlich von Privatanlegern gehalten

Mit einer Beteiligung von rund 444.000 Stück Aktien ist ein Privatanleger, Dr. Anton Stifler, mit einem Anteil von 43,3% der Hauptaktionär der Gesellschaft. Der Vorstandsvorsitzende Alexander Coenen ist mit derzeit 17,4%, der ebenfalls in die operative Geschäftstätigkeit eingebundene Mathias Voigt mit 3,0% an der Gesellschaft beteiligt. Weitere 4,9% der Anteile werden von einem weiteren Privataktionär, Dr. Konstantin Karyofilis, gehalten. Weitere institutionelle Investoren sind zum derzeitigen Zeitpunkt nicht bekannt. Der Free Float der Aktie liegt damit bei 31,5%. Bei einem Aktienkurs von EUR 0,94 beläuft sich die Marktkapitalisierung des Free Float auf EUR 0,3 Mio.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

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

Stärken

- ⑤ **Führender Anbieter von Zweitlistings:** Börsengänge und Listings erfordern ein Spezial-Know-how, das nur von wenigen Nicht-Banken beherrscht wird. In dieser oligopolistischen Marktstruktur ist Signature einer von wenigen Anbietern und durch Akkreditierungen an mehreren Börsen insbesondere bei Small und Micro Caps nach unserer Einschätzung gut positioniert.
- ⑤ **Kleine und mittelständische Zielkundenstruktur:** Kunden von Signature sind in erster Linie kleine und mittelständisch geprägte Unternehmen, die in der Regel einen kostengünstigen Börsengang anstreben. Durch den Aufbau eines zweiten Standbeins im Bereich der Online-Börsenplattformen gelingt es Signature, die im Grunde kurzfristigen Kundenbeziehungen durch Cross-Selling über Beratungsmandate längerfristig zu gestalten.
- ⑤ **Ausbau der Marktstellung durch externes Wachstum:** Insbesondere im Bereich der Online-Börsenplattformen ist es Signature in den vergangenen Jahren gelungen, die Marktstellung durch Übernahmen wie etwa von von adhoc-infos.de zu verbessern. Dadurch könnte es Signature gelingen, langfristig Synergie- und Cross-Selling-Potenziale zu heben.
- ⑤ **Solide Bilanzstruktur:** Das Unternehmen ist brutto unverschuldet. Netto, also nach Berücksichtigung der Excess-Cash-Position, erwarten wir für Signature zum Jahresende 2018e eine Finanzposition von EUR 1,512 Mio.
- ⑤ **Zugang zum Kapitalmarkt:** In einem von kleinteiligen Strukturen geprägten Umfeld ist der Reputationsgewinn aus dem Börsengang an der Börse Wien bzw. aus dem Zweitlisting am m:access der Börse München die Basis für die Gewinnung weiterer Emissionsmandate.
- ⑤ **Hohes Handelsvolumen an der Börse:** Mit einem durchschnittlichen Börsenumsatz von 7.000 Stück pro Tag, was auf Basis des aktuellen Kurses einem jährlichen Handelsumsatz von etwa EUR 1,6 Mio. entspricht, weist Signature eine für die aktuelle Marktkapitalisierung von EUR 1,0 Mio. überdurchschnittliche Handelsliquidität auf.

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

Schwächen

- ⑤ **Nur geringe Visibilität der Ertragslage:** Die Beziehungen zu den Kunden von Capital Lounge aus den reinen Listing-Aktivitäten sind tendenziell kurzfristiger Natur. Gemildert wird diese Schwäche nach unserer Einschätzung dadurch, dass der Kapitalmarkt-Coach für den Emittenten langfristig – zum Teil ein „Börsenleben lang“ – mandatiert werden muss, so dass sich für Signature auch langfristig wiederkehrende Erlöse ergeben. Dennoch sehen wir Risiken hinsichtlich der Erreichung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen aus der aus unserer Sicht aus der hohen Volatilität der Kapitalmärkte.
- ⑤ **Aktuell kein Konzernabschluss:** Zum gegenwärtigen Zeitpunkt wurde von Signature noch kein Konzernabschluss veröffentlicht. Die von uns ermittelten Zahlen für das Jahr 2017 sowie unsere Finanzprognosen 2018e-21e basieren auf proforma-Daten und sollten mit einem entsprechenden Sicherheitsabschlag versehen werden.

- Ⓢ **Typische Risiken des externen Wachstums:** In der Vergangenheit hat Signature trotz seiner geringen Größe auch Wettbewerber übernommen, um seine Marktstellung insbesondere im Bereich der Kapitalmarktinformation zu festigen. Auch wenn Signature die getätigten Akquisitionen bislang erfolgreich integrieren konnte, kann eine Beeinträchtigung des Tagesgeschäfts bei zukünftigen Übernahmen nicht ausgeschlossen werden.
- Ⓢ **Verbesserungsfähige Profitabilität:** Mit dem Erreichen des operativen Break-Even ist die Umsatz- und Ertragslage von Signature dieses Jahres insbesondere vor dem Hintergrund des aktuell attraktiven Kapitalmarktumfelds und einer hohen Anzahl an Börsengängen an den regulierten Börsensegmenten aus unserer Sicht enttäuschend. In unserer Finanzplanung besteht das Risiko, dass mögliche Synergieeffekte aus der Webseiten-Integration überschätzt werden.
- Ⓢ **Risiken aus einem potenziellen Stock Overhang:** Aus unserer Sicht besteht bei Signature das Risiko eines Stock Overhangs der Altaktionäre, da die Beteiligung an Signature für einige Hauptaktionäre nach unserer Einschätzung keine strategische Bedeutung haben dürfte. Auch ein Pool-Vertrag mit anderen Firmengründern oder eine Lock-up-Vereinbarung existiert nach unserer Information nicht.
- Ⓢ **Abhängigkeiten vom Management:** Signature ist nach unserer Einschätzung in erheblichem Maße davon abhängig, dass der derzeitige Alleinvorstand weiterhin im Unternehmen verbleibt.

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

Chancen

- Ⓢ **Fehlende Substitutions-Möglichkeiten:** Grundsätzlich ist der von Signature vorgeschlagene Weg eines Dual Listings für kapitalsuchende Emittenten eine sinnvolle und kostengünstige Alternative. Allenfalls regulatorische Maßnahmen oder ein länger anhaltender Einbruch an den Kapitalmärkten würde den Geschäftserfolg von Signature nach unserer Einschätzung gefährden.
- Ⓢ **Geringe Preissensitivität:** Vor dem Hintergrund des zu erwartenden Mittelzuflusses aus einem Börsengang sind die Kunden von Signature nach unserer Einschätzung wenig preissensitiv.

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

Risiken

- Ⓢ **Unvorhersehbare Gefahren aus der Regulierung:** Die europäischen Kapitalmärkte werden seit der Lehman-Insolvenz vielfältig reguliert. Konnte Signature von der Einführung von Multilateral Trading Facilities zunächst profitieren, könnte die nächste Regulierungsmaßnahme auch eine für Signature negative Entwicklung zur Folge haben.
- Ⓢ **Verlust der Akkreditierung:** Die Zusammenarbeit mit einem Börsenplatz ist in der Regel davon abhängig, dass der Listingpartner sich bestimmten Regularien unterwirft. Deren Nichteinhaltung wird in der Regel mit einer Beendigung der Partnerschaft sanktioniert. Das Gleiche gilt, wenn mehrere von Signature an einer Börse eingeführte Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten geraten oder gegen die Folgeverpflichtungen des Handelsplatzes verstoßen würden.
- Ⓢ **Geringe Markteintrittsbarrieren:** Die Kapitalmarktberatung ist eine vergleichsweise reife Industrie und ein Markteintritt mit geringen Anfangsinvestitionen verbunden. Überdies steht Signature in Wettbewerb mit Wertpapierhandels- und

Investmentbanken, die mit ungleich größeren Kapitalreserven versehen sind als Signature. Angesichts des hohen Dienstleistungsanteils sind Economies of Scale eher gering.

- Ⓢ **Notierungsaufnahme in Deutschland ohne Dual Listing als Alternative:** Der Gang an die Börse wird im Normalfall durch eine Investmentbank ohne ein Zweitlisting an einer ausländischen Börse durchgeführt. Für Emittenten ohne Kapitalengpass oder mit Zeitrestriktion ist die von Signature angebotene Alternative des Dual Listings nach unserer Einschätzung häufig keine sinnvolle Alternative.
- Ⓢ **Zyklizität des Geschäftsmodells:** Der weltweite Kapitalmarkt ist durch eine hohe Zyklizität gekennzeichnet. Im konjunkturellen Abschwung, der in der Regel mit einer entsprechenden Zunahme der Kapitalmarktvolatilitäten begleitet wird, besteht das Risiko, dass sich die Auftragslage von Signature gegenüber einem Normaljahr deutlich verschlechtert.

Neuordnung der Finanzmärkte durch MiFID II/MiFIR

Mit Neujustierung der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) und der Einführung einer Verordnung (MiFIR) über Märkte für Finanzinstrumente Anfang des Jahres 2018 wurden nicht nur neue Handelsplätze eingeführt, die sogenannten Organized Trading Facilities (OTF), sondern auch verschärfte Transparenzvorschriften erlassen. Damit sollen Anreize gegeben werden, den Handel in Finanzinstrumenten so weit wie möglich an organisierten Handelsplätzen stattfinden zu lassen, die zudem möglichst umfassend reguliert sind.

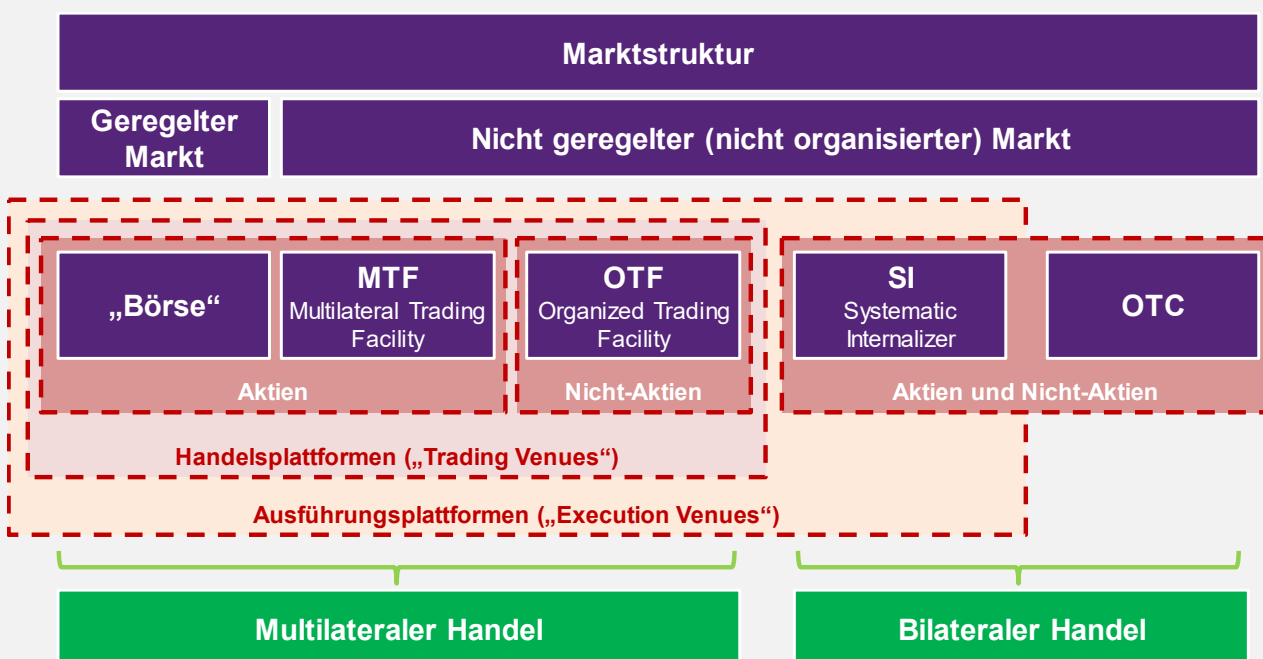
Transparenzanforderungen und Folgepflichten

Im Gegensatz zum öffentlich-rechtlich ausgestalteten „Regulierten Markt“, einem organisierten Markt im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (§ 2, 11 WpHG), sind Multilaterale Handelssysteme (englisch Multilateral Trading Facilities, kurz MTFs) privatrechtliche Märkte, für den die EU-einheitlichen Anforderungen der Börsenzulassungsverordnung oder des Wertpapierprospektgesetzes nicht notwendigerweise gelten. Einbeziehungs Voraussetzungen und Folgepflichten werden vielmehr in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen des jeweiligen Handelssystembetreibers festgelegt.

Erfolgt die Zulassung von Aktien in einem öffentlich-rechtlich organisierten Markt (in Deutschland: Amtlicher oder Geregelter Markt), spricht man von einem Börsengang. Wird bei der Notierungsaufnahme ein Unternehmen in den Handel im Freiverkehr einbezogen, spricht man von einer Aufnahme in einen börsenmäßigen Handel.

Neben MTF werden in der Neufassung des MiFid auch der Handel mit Nichteigenkapitalinstrumenten über organisierte Handelssysteme (Organised Trading Facilities, OTFs) geregelt und das Konzept der Systematischen Internalisierer (SI) eingeführt, wovon Wertpapierfirmen verstanden werden, die in organisierter und systematischer Weise häufig in erheblichem Umfang Handel für eigene Rechnung, aber außerhalb eines Handelsplatzes, betreiben.

ABBILDUNG 19: REFORM DER HANDELSPLÄTZE DURCH MIFID II BZW. MIFIR



QUELLE: BÖRSENANGABEN, SPHENE CAPITAL

MTF vor allem für kleinere Emittenten geeignet

Vereinfacht gesagt ist ein MTF eine "Börse Light", weil sie zwar ähnliche oder sogar konkurrierende Handelsdienstleistungen erbringt und ähnliche Strukturen sowie Regelwerke und Marktüberwachungsabteilungen aufweist, die Zulassungs- und Folgeverpflichtungen jedoch deutlich geringer sind als an regulierten Märkten: Während Emittenten im Regulierten Markt hohe, EU-weit einheitliche Anforderungen erfüllen müssen und diese damit in erster Linie für große und mittelgroße Unternehmen in Frage kommen, sind die geringeren Transparenzanforderungen und Transparenzfolgepflichten der nicht-regulierten Märkte insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen eine mögliche, sinnvolle Alternative für einen Gang an die Börse. Der Gang an den Kapitalmarkt über ein MTF ist in der Regel schneller, einfacher und kostengünstiger als an einer regulierten Börse, da häufig

- Ⓢ kein Wertpapierprospekt veröffentlicht werden muss,
- Ⓢ das Unternehmen nicht vorab über einen bestimmten Zeitraum existiert haben muss,
- Ⓢ das Unternehmen keine Mindestgröße überschreiten muss,
- Ⓢ das Unternehmen keine Mindestmarktkapitalisierung überschreiten muss oder
- Ⓢ kein Mindest-Platzierungsvolumen vorgeschrieben ist.

Rechtliche Grundlage: MiFID II

Eingeführt wurde das MTF-Konzept im Rahmen der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), der europäischen Richtlinie zur Harmonisierung des Schutzes von Kleinanlegern und zur Erbringung von Dienstleistungen durch Wertpapierfirmen in der EU. Das US-amerikanische Pendant zu MTFs sind die sogenannten Alternative Trading Systems (ATSs). Diese sind in den meisten Fällen jedoch eher als Broker-Dealer denn als Börse reguliert, müssen aber dennoch von der SEC genehmigt werden und bestimmte Einschränkungen erfüllen. Nachdem die SEC in den letzten Jahren ihre Durchsetzungsaktivitäten im Zusammenhang mit Dark Pools und ATS intensiviert hat, war ein verstärktes Überschwappen der Listingaktivitäten auf europäische MTFs zu beobachten.

Aktuell 149 MTFs in Europa

Laut einer Auswertung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA sind in Europa derzeit 149 MTFs registriert. In nachstehender Tabelle 7 haben wir einige von ihnen zusammengefasst sowie die jeweiligen nationalen Regulierungsbehörden angegeben.

MTF	LAND	NATIONALE REGULIERUNGSBEHÖRDE
360 Treasury Systems AG	GER	Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)
AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale	ITA	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)
Aktietorget	SWE	Finansinspektionen (FI)
Alternext Lisbon	POR	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)

QUELLE: ESMA, UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

TABELLE 7: MTFs IN EUROPA (AUSWAHL, FORTS.)

Alternext Paris	FRA	Autorité des Marchés Financiers (AMF)
Bloomberg Multilateral Trading Facility	GBR	Financial Conduct Authority (FCA)
BondSpot S.A.	POL	Polish Financial Supervisory Authority (KNF)
Borsa Italiana S.P.A. - Mercato Borsa Italiana Equity MTF	ITA	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)
Bursa de Valori Bucuresti SA	ROM	Romanian Financial Supervisory Authority
Captin B.V.	NED	Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM)
Dowgate MTF	GBR	Financial Conduct Authority (FCA)
EBM	GBR	Financial Conduct Authority (FCA)
Euronext Access Brussels	BEL	Financial Services and Markets Authority (FSMA)
Euronext Access Lisbon	POR	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)
Euronext Block	GBR	Financial Conduct Authority (FCA)
Euro MTF	LUX	Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)
First North Finland	FIN	Finanssivalvonta (FSA)
Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.	POL	Polish Financial Supervisory Authority (KNF)
London Stock Exchange AIM MTF	GBR	Financial Conduct Authority (FCA)
Merkur Market	NOR	Norwegian Financial Supervisory Authority
MTF – Cyprus Exchange	CYP	Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC)
MTS Belgium	BEL	Financial Services and Markets Authority (FSMA)
MTS France SAS	FRA	Autorité des Marchés Financiers (AMF)
Mercado Alternativo Bursátil (MAB SMN)	ESP	Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)
NPEX B.V.	NED	Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM)
Nasdaq First North Sweden	SWE	Finansinspektionen (FI)
Nasdaq Iceland hf.	ICE	Iceland Financial Supervisory Authority (FME)
Oslo Connect	NOR	Norwegian Financial Supervisory Authority
Prospects	MAL	Malta Financial Services Authority (MFSA)
Trading Facility	BEL	Financial Services and Markets Authority (FSMA)
Turquoise Lit™	GBR	Financial Conduct Authority (FCA)
Wiener Börse AG	AUT	Austrian Financial Market Authority (FMA)
Xtend	HUN	Central Bank of Hungary

QUELLE: ESMA, UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

MTFs in Deutschland: Der Freiverkehr

Auch in Deutschland gibt es MTFs. Hierzulande werden sie unter dem Begriff „Freiverkehr“ zusammengefasst. Die juristische Basis für die Errichtung eines Freiverkehrssegments ist das Börsengesetz (§ 57, 1 BörsG). Danach kann die Börse für Wertpapiere, die nicht zum regulierten Markt zugelassen sind, einen Freiverkehr einrichten, wenn durch börseninterne Handelsrichtlinien eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels sowie des Clearings gewährleistet werden. Dies setzt unter anderem voraus, dass die Anleger über Hauptversammlungen, Dividendenzahlungen, Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen und sonstige, für die Bewertung der Wertpapiere relevante Umstände informiert werden.

Sind diese Aspekte gewährleistet, kann ein Börsenbetreiber die Zulassung einer Aktie an dem von ihm betriebenen Freiverkehr durch privatrechtlichen Vertrag mit dem Antragsteller anbieten. Dessen Grundlage wiederum sind die in den Allgemeinen

Geschäftsbedingungen (AGB) der jeweiligen Börse festgelegten Einbeziehungsvoraussetzungen und Folgepflichten.

TABELLE 8: MTFs IN DEUTSCHLAND	
MULTILATERAL TRADING FACILITY	STADT
Baden-Württembergische Wertpapierbörse (Freiverkehr Technical Platform 2)	Stuttgart
Baden-Württembergische Wertpapierbörse (Freiverkehr)	Stuttgart
Börse Berlin (Freiverkehr)	Berlin
Börse Berlin Equiduct Trading (Freiverkehr)	Berlin
Börse Hamburg Lang and Schwarz Exchange (Freiverkehr)	Hamburg
Börse München - Gettex - Freiverkehr	München
Börse München (Freiverkehr)	München
Düsseldorfer Börse (Freiverkehr)	Düsseldorf
Düsseldorfer Börse Quotrix (Freiverkehr)	Düsseldorf
Eurex Bonds GmbH	Eschborn
Eurex Repo GmbH	Eschborn
Frankfurter Wertpapierbörse (Freiverkehr)	Frankfurt am Main
Frankfurter Wertpapierbörse XETRA (Freiverkehr)	Frankfurt am Main
Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg (Freiverkehr)	Hamburg
Niedersächsische Börse zu Hannover (Freiverkehr)	Hannover
Tradegate Exchange (Freiverkehr)	Berlin

QUELLE: BÖRSENANGABEN, SPHENE CAPITAL

Geringere Transparenzvorschriften

Durch diesen Vertrag und weil grundsätzlich keine Handelsüberwachung durch staatliche Stellen erfolgt, ist der Freiverkehr kein geregelter bzw. organisierter Markt, so dass verschiedene kapitalmarkt- und bilanzrechtliche Vorschriften und Gesetze unbeachtet bleiben, darunter

- ☉ **das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)** und dessen Publizitäts- und Transparenzvorschriften, damit also die Verpflichtung zur Veröffentlichung des Erreichens bestimmter Meldeschwellen,
- ☉ **das Wertpapiererwerbs- und -übernahmegesetz (WpÜG)**, damit also die Regelungen zum Mindestpreis bei Übernahmeangeboten und zur Abgabe eines Pflichtangebots im Fall der Kontrollerlangung,
- ☉ die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung und zur Einhaltung von Empfehlungen und Anregungen zum **Corporate Governance Kodex**, sowie
- ☉ die Vorschriften der internationalen Rechnungslegungsgrundsätze des **HGB**.

Vorteile eines Zweitlistings

Laut Börsengesetz (§ 33) können Wertpapiere auf Antrag eines Handelsteilnehmers zum Börsenhandel in den regulierten Markt einbezogen werden, wenn diese Wertpapiere bereits in einem anderen EU-Mitgliedstaat zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Eine vergleichbare Regelung gibt es auch für die Einbeziehung

Die Notierungsaufnahme an einem in der Regel weniger streng regulierten MTF ermöglicht dem Emittenten durch ein Dual Listing auch die Notierung an einem heimischen Finanzplatz.

von Wertpapieren, die bereits an einem anderen ausländischen börsenmäßigen Freiverkehrshandelsplatz zugelassen sind.

Ein derartiges Zweitlisting ist daher kein IPO im eigentlichen Sinn: Zum einen liegt kein weltweit erstmaliges oder öffentliches Angebot vor, zum anderen unterliegt das Unternehmen nicht der Prospektpflicht.

ABBILDUNG 20: PRIMÄRMARKTSTRUKTUR DER FRANKFURTER WERTPAPIERBÖRSE (AKTIENMARKT)



An der Frankfurter Wertpapierbörse führt ein Börsengang im Regulierten Markt in den General oder den Prime Standard. Im Open Market (Freiverkehr), der von der Deutsche Börse AG selbst reguliert wird, können die Aktien von Unternehmen in das Segment Scale oder das Quotation Board einbezogen werden. Der Basic Board ist ein Untersegment des Scale, an dem kein IPO möglich ist.

QUELLE: DEUTSCHE BÖRSE AG, SPHENE CAPITAL

Keine Prospektpflicht

Für das Geschäftsmodell von Capital Lounge von besonderer Bedeutung ist die häufig fehlende Pflicht zur Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts im Fall eines Zweitlistings eines bereits an einer ausländischen Börse gehandelten Wertpapiers. Die Kosten für die Erstellung eines Wertpapierprospekts stellen einen bedeutenden Fixkostenblock im Rahmen eines Börsenganges dar. Je nach Wahl der Kanzlei liegen die Kosten in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße, der Komplexität des Geschäftsmodells, der Anzahl der Tochtergesellschaften und des Internationalisierungsgrades bei einem Börsengang mit Aktien (Anleiheemissionen sind diesbezüglich deutlich günstiger) nach unseren Schätzungen zwischen EUR 150.000 und EUR 500.000, bei angelsächsischen Kanzleien und komplexen Geschäftsmodellen können die Kosten auch (um ein Vielfaches) darüber liegen.

Kein IPO „durch die Hintertüre“

Häufig werden auch ausländische Emittenten, die bereits ein Primärlisting (meist in ihrem Heimatland) haben, im Rahmen eines Zweitlistings in den deutschen Freiverkehrsegmenten gehandelt. Was häufig als „IPO durch die Hintertüre“ beschrieben wird, bedeutet jedoch nicht, dass diese Unternehmen nicht auch umfangreiche Transparenzvorschriften erfüllen müssen. Denn viele der Transparenzregeln können inzwischen nicht mehr vom Betreiber des Handelssystems festgelegt werden, sondern sind seit Anfang 2018 gesetzlich geregelt.

Lediglich in den privatrechtlichen Regelwerken der Börsen für die sogenannten Qualitätssegmente des Freiverkehrs wie etwa dem Entry Standard gab es vor Inkrafttreten des MAR bereits eine Pflicht zur Veröffentlichung von kursbeeinflussenden Ereignissen (sog. „Quasi-Ad-hoc-Pflicht“).

Darunter zählen insbesondere die Vorschriften der europäischen Marktmissbrauchsverordnung („Market Abuse Regulation“, MAR). Die aus der MAR resultierenden Hauptpflichten für börsennotierte Emittenten betreffen insbesondere

- ☉ die Pflicht zur Veröffentlichung von Ad-hoc Miteilungen über kursbeeinflussende Informationen,

- ⑤ die Pflicht zur Führung von Insiderlisten und
- ⑤ die Pflicht zur Meldung der Eigengeschäfte von Führungskräften (sogenannte Managers' Transactions).

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

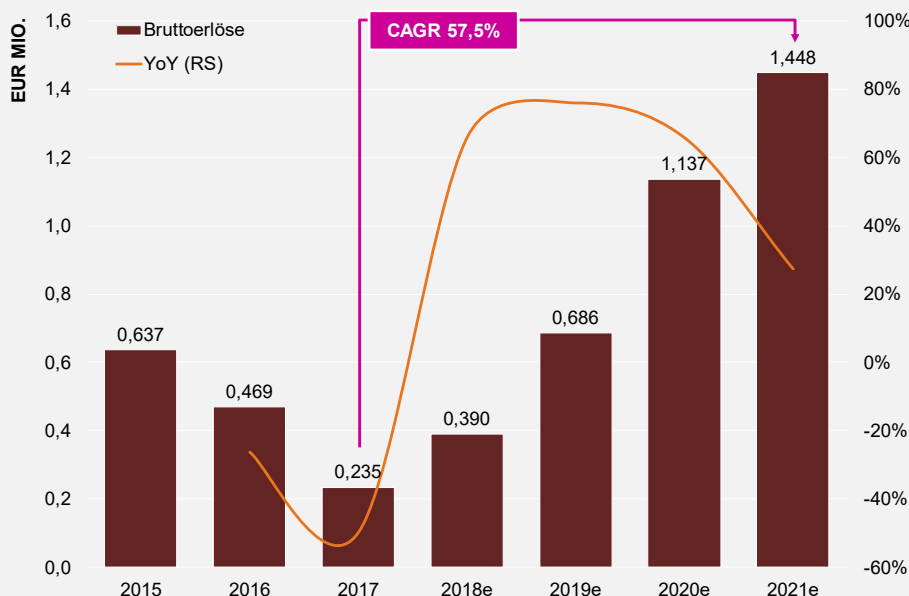
Nach unseren Schätzungen wird Signature in diesem Jahr die Umsatz- und Ertragserwartungen zwar nicht vollumfänglich erfüllen, jedoch den Negativtrend der letzten beiden Jahre durchbrechen. Insgesamt rechnen wir mit Konzern Erlösen von EUR 0,390 Mio. (Vorjahr EUR 0,235 Mio., +65,8% YoY), immer noch deutlich unter dem Ergebnis von 2015, als Konzern Erlöse in Höhe von EUR 0,637 Mio. erzielt wurden konnte. Ergebnisseitig rechnen wir für dieses Jahr mit dem Erreichen einer „schwarzen Null“. Getrieben von einem deutlichen Ausbau der Listing- und Platzierungsaktivitäten erwarten wir für 2019e einen Anstieg der Umsätze auf EUR 0,686 Mio. (+75,9% YoY), das Ergebnis vor Zinsen und Steuern erwarten wir bei EUR 0,154 Mio. Für das Jahr 2020e rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung von Umsatz und betrieblichem Ergebnis auf dann EUR 1,137 Mio. (+65,7% YoY, rein organisches Wachstum) bzw. EUR 0,199 Mio. (17,5% EBIT-Marge).

Erlöse mit deutlich zweistelligem Wachstum

Das laufende Geschäftsjahr verlief bei Signature bislang Angaben gemäß leicht unter den eigenen Erwartungen. Sollte es dem Unternehmen gelingen, wie angekündigt, noch im Dezember zwei Notierungsaufnahmen durchzuführen, rechnen wir mit Erlösen von etwa EUR 0,390 Mio. – wodurch die zum Halbjahr noch bestehende Lücke zur Guidance geschlossen würde. Gegenüber dem Vorjahr wäre dies eine deutliche verbesserte Umsatzentwicklung (+65,8% YoY), allerdings liegen die von uns erwarteten Erlöse immer noch deutlich unter dem Rekordjahr 2015, als Signature Konzern Erlöse von EUR 0,637 Mio. erzielen konnte.

Unsere Prognosen sind mit erheblicher Unsicherheit behaftet, da bislang kein Konzernabschluss vorliegt. Wir haben uns bei unseren Prognosen an den pro-forma-Zahlen des Vorstands orientiert.

ABBILDUNG 21: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE, 2015-21E



Die Geschäftsentwicklung verlief in diesem Jahr unter den ambitionierten Erwartungen einiger Marktteilnehmer. Sollte es Signature gelingen, im Dezember noch zwei Platzierungsmandate abzuarbeiten, erwarten wir Umsätze in Höhe von EUR 0,390 Mio. In den kommenden Jahren rechnen wir mit einer deutlichen Ausweitung der Geschäftstätigkeit, so dass die Erlöse bis 2021e, in dem das Ende unserer Detailplanungsphase markiert wird, auf dann EUR 1,448 Mio. ansteigen sollten. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzern Erlöse für den Zeitraum 2017-21e von 57,5%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

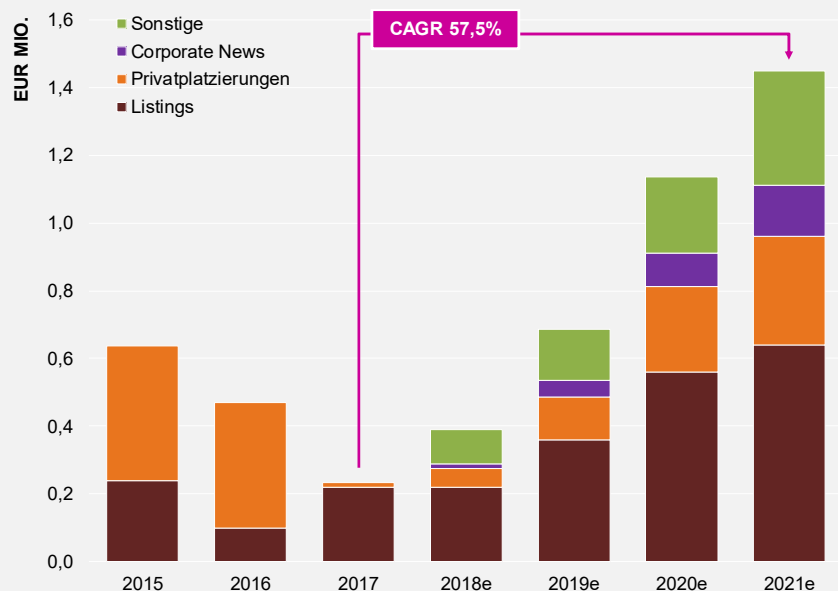
Das Rekordergebnis des Jahres 2015 wird Signature nach unserer Einschätzung jedoch im kommenden Jahr übertreffen, in dem wir angesichts einer Angaben gemäß gut gefüllten Pipeline einen deutlichen Umsatzzuwachs von 75,9% auf dann EUR 0,686

Mio. prognostizieren. Bis 2021e, dem Ende unserer Detailplanungsperiode, erwarten wir einen organischen Umsatzanstieg auf dann EUR 1,448 Mio., der in erster Linie von dem Ausbau der Platzierungsaktivitäten getragen sein wird. Für den Zeitraum 2017-21e entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 57,5%.

Umsatz nach Segmenten

Der von uns erwartete Umsatzanstieg wird zum überwiegenden Teil platzierungsbedingte Ursachen haben, zum geringeren Teil auf den Ausbau der sonstigen Dienstleistungen zurückzuführen sein. Externes Wachstum etwa aus der Übernahme weiterer Börsenportale haben wir nicht in unsere Schätzungen mit einbezogen.

ABBILDUNG 22: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2015-21E



Für das Jahr 2019e rechnen wir damit, dass Signature mit 70,9% mehr als zwei Drittel der Erlöse direkt oder indirekt aus Listing- bzw. Platzierungsaktivitäten generieren wird. 21,9% werden nach unseren Schätzungen mit sonstigen Dienstleistungen erzielt, insbesondere mit der Organisation von Management Roadshows oder von Investment-Konferenzen

Das von uns erwartete Umsatzwachstum wird von allen vier Segmenten getragen. Im Bereich der Listings rechnen wir damit, dass pro Börsenplatz zwei Notierungsaufnahmen möglich sind und dass die Zahl der Börsenplätze von derzeit fünf auf acht ansteigen wird. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass Signature pro Listing Investoren mit einem Volumen von bis zu EUR 0,5 Mio. vermitteln wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Insgesamt rechnen wir auf Segmentebene mit folgender Entwicklung:

- ⑤ Wir gehen davon aus, dass Signature die Anzahl der Börsenplätze, an denen das Unternehmen akkreditiert ist, von derzeit fünf auf acht ausbauen wird. Die Anträge an den drei Börsenplätzen, die Signature zur Genehmigung einer Listing-Partnerschaft gestellt hat (Madrid Stock Exchange, Nasdaq First North (Stockholm) und BX Swiss), sollten damit positiv beschieden werden. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass Signature die Anzahl der Listings pro Börsenplatz auf dann zwei pro Jahr erhöhen wird. Insgesamt rechnen wir damit, dass Signature bis zum Jahr 2021e 16 Notierungsaufnahmen pro Jahr von Signature begleitet wird. Bei durchschnittlichen Listinggebühren von EUR 40.000 ergibt dies Umsätze von EUR 0,640 Mio.
- ⑤ Damit steigen auch die von uns erwarteten Einnahmen aus der Vermittlung von Investoren, da diese nach unserer Einschätzung mit den Listingaktivitäten

korrelieren. Unter dem Strich rechnen wir mit einem Anstieg der aus Platzierungen vermittelten Erlöse auf dann EUR 0,320 Mio. (2021e).

- Ⓢ Ebenfalls deutlich ansteigen werden nach unseren Prognosen die Erlöse aus sonstigen Tätigkeiten, insbesondere aus der Organisation von Roadshows und Kapitalmarktkonferenzen, für die wir einen Anstieg auf dann EUR 0,338 Mio. (CAGR 2018e-21e 49,9%) veranschlagt haben.

Personalaufwandsquote von hoher Bedeutung

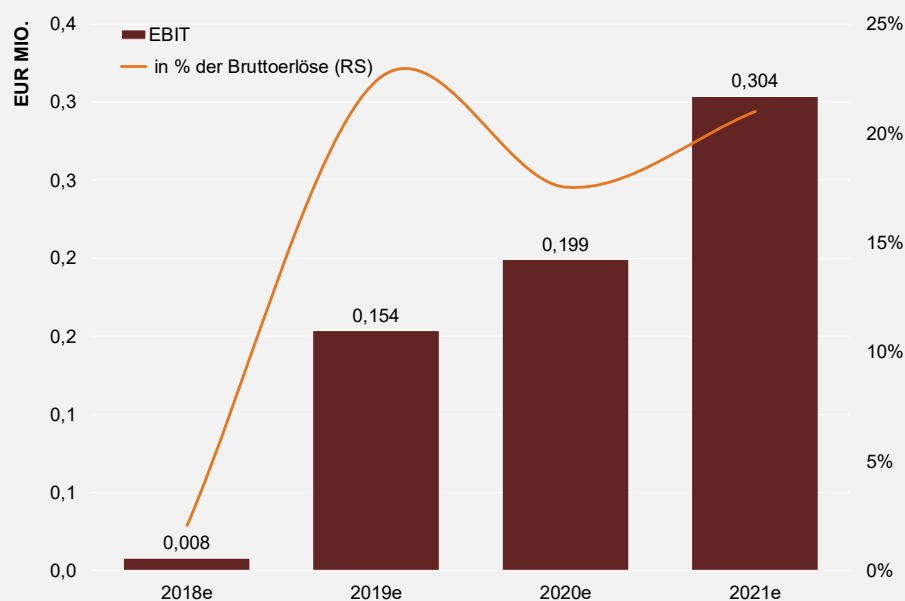
Personalaufwendungen sind für das beratungsintensive Geschäftsmodell von Signature von hoher Bedeutung. Wir gehen davon aus, dass Signature die Mitarbeiteranzahl bis 2021e weiter erhöhen muss, um den von uns erwarteten Deal-Flow abzuwickeln. Dennoch sollte die Personalaufwandsquote durch die dynamischere Entwicklung der Umsätze im Zeitablauf zurückgehen. Liegt die Personalaufwandsquote in diesem Jahr bei 55,4%, gehen wir davon aus, dass sie bis 2021e auf 37,7% zurückgehen wird.

Als personalintensives Geschäftsmodell spielt die Gewinnung motivierter Mitarbeiter eine maßgebliche Rolle für den Unternehmenserfolg von Signature.

Materialaufwand und sonstiger betrieblicher Aufwand

Von deutlich geringerer Bedeutung sind demgegenüber die Materialaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die in diesem Jahr nach unseren Schätzungen für 10,0% bzw. 30,0% der Erlöse verantwortlich sein werden. Für die kommenden Jahre haben wir vergleichbare Aufwandsquoten modelliert.

ABBILDUNG 23: EBIT UND EBIT-MARGE, 2018E-21E



Trotz des unter den Erwartungen liegenden Umsatzes sollte Signature das Jahr 2018e mit einer schwarzen Null abschließen können. Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass das Geschäftsmodell eine operative Marge von 20-25% erreichen kann. Bis 2021e rechnen wir mit einem Anstieg des EBIT auf dann EUR 0,304 Mio. Dies entspricht einer EBIT-Marge 21,0%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Anhaltende Verbesserung von EBITDA und EBIT erwartet

Obwohl die Erlöse im laufenden Geschäftsjahr nach unserer Einschätzung leicht unter den Erwartungen liegen dürften, gehen wir davon aus, dass Signature durch die Einsparung von Kosten auf EBITDA- und EBIT-Ebene zumindest die operative „schwarze Null“ erreicht haben sollte.

Nach unserer Einschätzung ist die Erreichung einer operativen Marge (EBITDA) von 20-25% möglich.

Bedingt durch einen weiteren Rückgang der relevanten Aufwandsquoten und der Nutzung von Synergieeffekten aus der Integration der erworbenen Finanzmarktplattformen *adhoc-infos.de* und *boersenforum.de* rechnen wir in Verbindung mit dem von uns erwarteten Umsatzanstieg für die kommenden Jahre mit einer deutlichen Verbesserung der Ertragslage. Bis 2021e rechnen wir mit einem Anstieg des EBIT auf EUR 0,304 Mio. Bezogen auf die Gesamtleistung entspricht dies einem erwarteten Anstieg der E-BIT-Marge auf 21,0%.

Auch auf Nachsteuerebene profitabel

Das brutto unverschuldete Unternehmen wird nach unseren Schätzungen auch bei dem Ergebnis vor und nach Steuern eine mit dem EBIT vergleichbare Entwicklung aufweisen. Für das kommende Jahr erwarten wir einen Anstieg des Vorsteuerergebnisses auf EUR 0,154 Mio. (2018e: EUR 0,008 Mio.). Bis 2021e rechnen wir mit einem Ergebnis vor Steuern von EUR 0,304 Mio. Dies entspricht einer von uns erwarteten Vorsteuerrendite von 21,0%, eine Größenordnung, die von anderen Beratungsunternehmen ebenfalls erreicht wird.

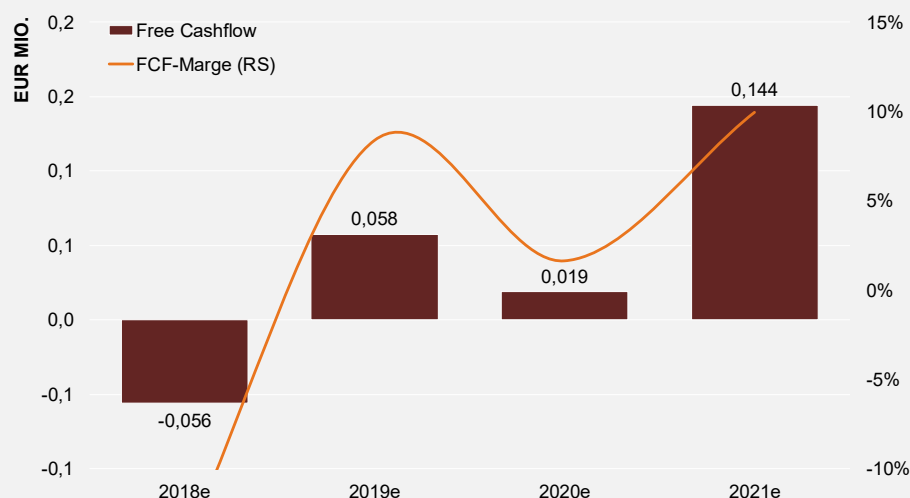
Infolge einer von uns erwarteten weiterhin fehlenden Nettoverschuldung ergeben sich zwischen EBIT und Ergebnis vor Steuern nur geringfügige Abzugspositionen.

Dementsprechend rechnen wir auch beim Nachsteuerergebnis mit einem Anstieg auf dann bis zu EUR 0,210 Mio. (2021e). Bezogen auf 1,1 Mio. Aktien entspricht dies einem Anstieg des EPS auf dann EUR 0,19 je Aktie.

Capex von geringer Bedeutung, insbesondere für Übernahmen

Signature betreibt ein wenig kapitalintensives Geschäftsmodell. Der investive Cashflow floss in den vergangenen beiden Jahren Angaben gemäß mit kumuliert rund EUR 0,2 Mio. in die Finanzierung der Übernahmen von *adhoc-infos.de* und *boersenforum.de*. Sonstige Investitionen in das Sachanlagevermögen waren demgegenüber vernachlässigbar. In den kommenden vier Jahren unserer Detailplanungsperiode haben wir modellimmanent keine weiteren Übernahmen modelliert. Daher wird sich der investive Cashflow fast ausschließlich aus niedrigen Erhaltungsinvestitionen zusammensetzen.

ABBILDUNG 24: FREIE CASHFLOWS UND FCF-MARGE, 2018E-21E



Ab 2019e rechnen wir mit positiven freien Cashflows. Ursächlich hierfür ist insbesondere die deutliche Verbesserung der Ertragslage während unseres Prognosezeitraums.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Freier Cashflow dürfte vorerst thesauriert werden

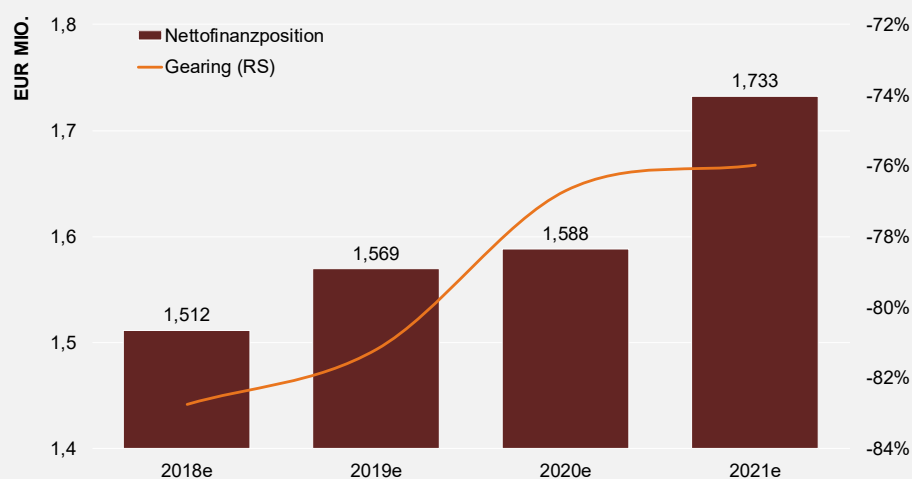
Bei steigenden operativen Cashflows und tendenziell stabilen investiven Cashflows ergibt sich eine dynamische Entwicklung der freien Cashflows, die Signature nach unserer Einschätzung thesaurieren wird. Nach unserer Einschätzung wird Signature in den kommenden drei Jahren freie Cashflows im Volumen von zusammen EUR 0,221 Mio. erwirtschaften. Die Free Cashflow-Marge sollte bis 2021e auf bis zu 10,0% ansteigen.

Keine Dividendenausschüttung erwartet.

Deutlich steigende Nettofinanzposition erwartet

Nach der Durchführung einer 10%igen Kapitalerhöhung im Sommer dieses Jahres errechnen wir zum Jahresende 2018e für das brutto unverschuldete Unternehmen mit einer Nettofinanzposition von EUR 1,512 Mio.

ABBILDUNG 25: NETTOFINANZPOSITION, 2018E-21E



Für die kommenden drei Jahre rechnen wir mit einem weiteren Anstieg der Nettofinanzposition auf dann EUR 1,733 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir rechnen bis 2021e nicht mit der Aufnahme von Dividendenzahlungen

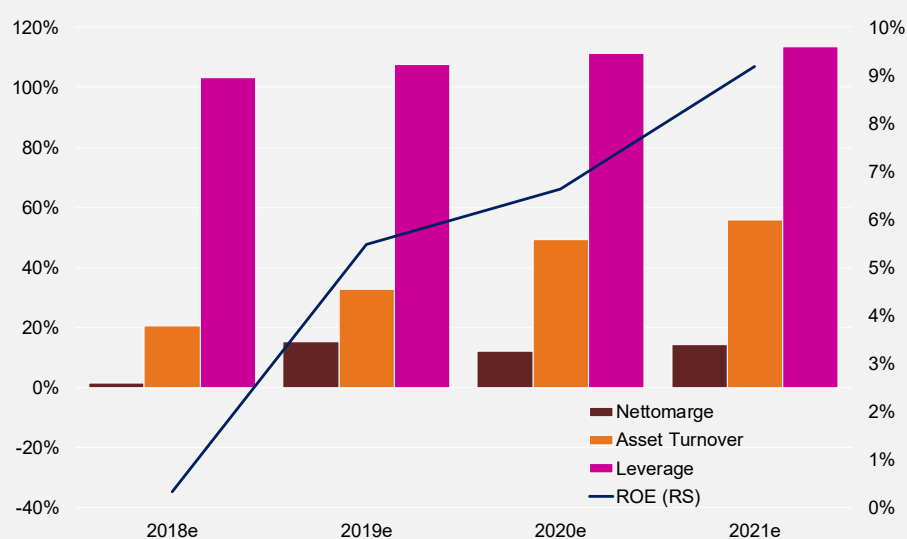
Nach dem Börsengang 2017 hat Signature an seine Aktionäre keine Dividenden ausgeschüttet. Wir gehen davon aus, dass auch bis 2021e keine Dividenden ausgeschüttet werden.

Keine Dividende bis 2021e.

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 nicht nur die erwartete Verbesserung der Ertragslage nach Steuern, sondern auch ein verbesserter Kapitalumschlag (Asset Turnover), der sich von 20,5% (2018e) auf 50,0% (2021e) mehr als verdoppeln wird. Damit betreibt Signature aus unserer Sicht ein nachhaltig wertschöpfendes Geschäftsmodell. Aus nachstehender Abbildung 32 wird ersichtlich, dass wir für die kommenden vier Jahre trotz nahezu konstanten Leverage mit einem Anstieg der Eigenkapitalrendite auf dann 9,2% rechnen:

ABBILDUNG 26: EIGENKAPITALRENDITE, 2018E-21E



Trotz der deutlichen Erhöhung des Eigenkapitals rechnen wir angesichts steigender Profitabilität und eines steigenden Kapitalumschlags bis 2021e mit einer Verdoppelung der Eigenkapitalrendite auf dann 9,2% von 5,5% im Jahr 2019e.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Management Guidance

Das Management hat eine detaillierte Guidance für die Umsatzentwicklung des laufenden Geschäftsjahres ausgesprochen und überdies auch eine detaillierte Mittelfristplanung veröffentlicht:

TABELLE 9: GUIDANCE

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	EUR Mio.	0,400	0,864	1,473	2,433	2,938
Listing-Aktivitäten	EUR Mio.	0,210	0,480	0,700	0,900	0,900
Investor Relations	EUR Mio.	0,090	0,240	0,384	0,720	0,960
Privatplatzierungen, Roadshows, Konferenzen	EUR Mio.	0,095	0,085	0,255	0,555	0,695
Corporate News	EUR Mio.	0,015	0,059	0,134	0,258	0,383

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	0,637	0,469	0,235	0,390	0,686	1,137	1,448
YoY	%	n/a	-26,4%	-49,9%	65,8%	75,9%	65,7%	27,3%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Gesamtleistung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,390	0,686	1,137	1,448
YoY	%	n/a	n/a	n/a	65,7%	75,9%	65,7%	27,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,039	-0,069	-0,114	-0,145
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Rohrertrag	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,351	0,617	1,023	1,303
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	75,9%	65,7%	27,3%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%
Personalaufwand	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,216	-0,246	-0,468	-0,546
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	n/a	n/a	-55,4%	-35,9%	-41,2%	-37,7%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,117	-0,206	-0,341	-0,434
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	n/a	n/a	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
EBITDA	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,018	0,166	0,214	0,323
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	n/a	n/a	4,6%	24,1%	18,8%	22,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,010	-0,012	-0,015	-0,019
Amortisation	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
EBIT	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,008	0,154	0,199	0,304
YoY	%	n/a	n/a	n/a	-106,8%	1820,0%	29,7%	52,5%
YoY	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,1	0,1	0,0	0,1
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	n/a	n/a	2,1%	22,4%	17,5%	21,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
EBT	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,008	0,154	0,199	0,304
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	n/a	n/a	2,1%	22,4%	17,5%	21,0%
Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,002	-0,048	-0,062	-0,094
in % des EBT	%	n/a	n/a	n/a	-25,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,006	0,106	0,137	0,210
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	n/a	n/a	1,5%	15,4%	12,1%	14,5%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Anzahl der Aktien	Mio.	n/a	n/a	n/a	1,100	1,100	1,100	1,100
EPS	EUR	n/a	n/a	n/a	0,01	0,10	0,12	0,19

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erlösentwicklung nach Segmenten, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	EUR Mio.	0,637	0,484	0,250	0,390	0,686	1,137	1,448
Umsatz Listings	EUR Mio.	0,240	0,099	0,220	0,220	0,360	0,560	0,640
Anzahl Börsenplätze		8	3	5	5	6	7	8
Listing je Börsenplatz		1,0	1,1	1,1	1,1	1,5	2,0	2,0
Anzahl Börsenplätze		8	3	6	6	9	14	16
Preis pro Listing	EUR	30.000	30.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000
Privatplatzierungen	EUR Mio.	0,397	0,370	0,015	0,055	0,126	0,252	0,320
Vermitteltes Volumen je Listing	EUR	1.240.000	2.800.000	70.000	250.000	350.000	450.000	500.000
Gebühr	%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Corporate News	EUR Mio.	0,000	0,015	0,015	0,015	0,050	0,100	0,150
Anzahl Nutzer		0	15	15	15	25	40	60
Jahresgebühr	EUR	0	1.000	1.000	1.000	2.000	2.500	2.500
Sonstige	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,100	0,150	0,225	0,338
Bruttoerlöse	EUR Mio.	0,637	0,469	0,235	0,390	0,686	1,137	1,448
Listings	EUR Mio.	0,240	0,099	0,220	0,220	0,360	0,560	0,640
Privatplatzierungen	EUR Mio.	0,397	0,370	0,015	0,055	0,126	0,252	0,320
Corporate News	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,015	0,050	0,100	0,150
Sonstige	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,100	0,150	0,225	0,338
YoY	%	n/a	-26,4%	-49,9%	65,8%	75,9%	65,7%	27,3%
Listings	%	n/a	-58,6%	121,1%	0,1%	63,6%	55,6%	14,3%
Privatplatzierungen	%	n/a	-6,9%	-95,8%	257,1%	129,1%	100,0%	27,0%
Corporate News	%	n/a	n/a	n/a	n/a	233,3%	100,0%	50,0%
Sonstige	%	n/a	n/a	n/a	n/a	50,0%	50,0%	50,0%
Anteile	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Listings	%	37,7%	21,2%	93,5%	56,4%	52,5%	49,3%	44,2%
Privatplatzierungen	%	62,3%	78,8%	6,5%	14,1%	18,4%	22,2%	22,1%
Corporate News	%	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%	7,3%	8,8%	10,4%
Sonstige	%	0,0%	0,0%	0,0%	25,6%	21,9%	19,8%	23,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,220	0,240	0,260	0,280
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,100	0,100	0,100	0,100
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,120	0,140	0,160	0,180
Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,668	1,844	2,043	2,312
Vorräte	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,039	0,069	0,114	0,145
DIO	d	n/a	n/a	n/a	360,0	360,0	360,0	360,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,117	0,206	0,341	0,434
DSO	d	n/a	n/a	n/a	108,0	108,0	108,0	108,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Liquide Mittel	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,512	1,569	1,588	1,733
davon verpfändet	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,020	0,034	0,057	0,072
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzsumme	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,907	2,118	2,360	2,664
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,827	1,933	2,071	2,280
Grundkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,100	1,100	1,100	1,100
Kapitalrücklage	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,810	0,810	0,810	0,810
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Verlustvortrag	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,083	0,023	0,161	0,370
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Eigene Anteile	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
		n/a	n/a	n/a				
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,002	0,048	0,062	0,094
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,078	0,137	0,227	0,290
Bankschulden	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,078	0,137	0,227	0,290
DPO	d	n/a	n/a	n/a	72,0	72,0	72,0	72,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Bankschulden	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzsumme	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,907	2,118	2,360	2,664
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	n/a	n/a	n/a	11,5%	11,3%	11,0%	10,5%
Immaterielles Vermögen	%	n/a	n/a	n/a	5,2%	4,7%	4,2%	3,8%
Sachanlagevermögen	%	n/a	n/a	n/a	6,3%	6,6%	6,8%	6,8%
Beteiligungen	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	n/a	n/a	n/a	87,4%	87,1%	86,6%	86,8%
Vorräte	%	n/a	n/a	n/a	2,0%	3,2%	4,8%	5,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	n/a	n/a	n/a	6,1%	9,7%	14,5%	16,3%
Forderungen an Beteiligungen	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	%	n/a	n/a	n/a	79,3%	74,1%	67,3%	65,0%
davon verpfändet	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	n/a	n/a	1,0%	1,6%	2,4%	2,7%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	n/a	n/a	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
PASSIVA								
Eigenkapital	%	n/a	n/a	n/a	95,8%	91,3%	87,7%	85,6%
Grundkapital	%	n/a	n/a	n/a	57,7%	51,9%	46,6%	41,3%
Kapitalrücklage	%	n/a	n/a	n/a	42,5%	38,2%	34,3%	30,4%
Währungsanpassungen	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	n/a	n/a	n/a	-4,3%	1,1%	6,8%	13,9%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	n/a	n/a	n/a	0,1%	2,2%	2,6%	3,5%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	n/a	n/a	n/a	4,1%	6,5%	9,6%	10,9%
Bankschulden	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	n/a	n/a	n/a	4,1%	6,5%	9,6%	10,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bankschulden	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	n/a	n/a	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,006	0,106	0,137	0,210
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,010	0,012	0,015	0,019
Ergebnis dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,015	-0,030	-0,045	-0,031
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,046	-0,089	-0,135	-0,093
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,008	-0,015	-0,023	-0,016
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,003	0,046	0,014	0,032
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,031	0,059	0,090	0,062
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Operativer Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,026	0,090	0,054	0,183
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,030	-0,032	-0,035	-0,039
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Investiver Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,030	-0,032	-0,035	-0,039
Free Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,056	0,058	0,019	0,144
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,100	0,000	0,000	0,000
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,010	0,000	0,000	0,000
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,110	0,000	0,000	0,000
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,054	0,058	0,019	0,144
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,458	1,512	1,569	1,588
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,512	1,569	1,588	1,733
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	0,637	0,469	0,235	0,390	0,686	1,137	1,448
Rohertrag	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,351	0,617	1,023	1,303
EBITDA	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,018	0,166	0,214	0,323
EBIT	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,008	0,154	0,199	0,304
EBT	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,008	0,154	0,199	0,304
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,006	0,106	0,137	0,210
Anzahl Mitarbeiter		n/a	n/a	n/a	2,000	2,500	5,000	6,000
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	3,60			
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	0,97			
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	1,77			
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	0,94	0,94	0,94	0,94
EPS	EUR	n/a	n/a	n/a	0,01	0,10	0,12	0,19
BVPS	EUR	n/a	n/a	n/a	1,66	1,76	1,88	2,07
CFPS	EUR	n/a	n/a	n/a	-0,02	0,08	0,05	0,17
Dividende	EUR	n/a	n/a	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							2,90
Performance bis Kursziel	%							208,5%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	n/a	n/a	n/a	4,6%	24,1%	18,8%	22,3%
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	2,1%	22,4%	17,5%	21,0%
EBT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	2,1%	22,4%	17,5%	21,0%
Netto-Marge	%	n/a	n/a	n/a	1,5%	15,4%	12,1%	14,5%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	-14,3%	8,4%	1,7%	10,0%
ROE	%	n/a	n/a	n/a	0,3%	5,5%	6,6%	9,2%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	n/a	n/a	n/a	195	274	227	241
Pro-Kopf-EBIT	EUR	n/a	n/a	n/a	4,0	61,4	39,8	50,6
Capex/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	7,7%	4,7%	3,1%	2,7%
		n/a	n/a	n/a	190,7%	211,8%	236,0%	266,4%
Wachstumsraten								
Umsatz	%							
Rohertrag	%	n/a	n/a	n/a	65,8%	75,9%	65,7%	27,3%
EBITDA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	75,9%	65,7%	27,3%
EBIT	%	n/a	n/a	n/a	n/a	820,0%	29,3%	50,6%
EBT	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	29,7%	52,5%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	29,7%	52,5%
EPS	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	29,7%	52,5%
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	29,7%	52,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,220	0,240	0,260	0,280
Umlaufvermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,687	1,878	2,100	2,384
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,827	1,933	2,071	2,280
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,080	0,185	0,289	0,384
EK-Quote	%	n/a	n/a	n/a	0,958	0,913	0,877	0,856
Gearing	%	n/a	n/a	n/a	-0,827	-0,812	-0,767	-0,760
Working Capital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,078	0,137	0,227	0,290
Capital Employed	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,278	0,357	0,467	0,550
Asset Turnover	x	n/a	n/a	n/a	0,204	0,324	0,482	0,543
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	n/a	n/a	n/a	1.100	1.100	1.100	1.100
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	4,0			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,1			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,9			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,0	1,0	1,0	1,0
Nettoverschuldung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	2,4			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,4			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,4			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	6,28	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	1,12	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	136,0	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	24,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	660,0	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	177,8	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	324,5	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	172,3	9,8	7,5	4,9
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	0,6	0,5	0,5	0,5
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	-5,4%	5,6%	1,8%	14,0%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Bewertung

HGB (31.12.)		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Terminal year
Umsatz	%	0,390	0,686	1,137	1,448	1,741	1,983	2,155	2,266	2,332	2,373	2,403	2,429	2,453	2,478	2,503	2,528
YoY	EUR Mio.	65,8%	75,9%	65,7%	27,3%	20,3%	13,9%	8,7%	5,1%	2,9%	1,8%	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	EUR Mio.	0,008	0,154	0,199	0,304	0,364	0,412	0,446	0,466	0,478	0,484	0,487	0,490	0,493	0,495	0,498	0,506
EBIT-Marge	EUR Mio.	2,1%	22,4%	17,5%	21,0%	20,9%	20,8%	20,7%	20,6%	20,5%	20,4%	20,3%	20,2%	20,1%	20,0%	19,9%	20,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,002	-0,048	-0,062	-0,094	-0,113	-0,128	-0,138	-0,145	-0,148	-0,150	-0,151	-0,152	-0,153	-0,154	-0,154	-0,157
Steuerquote (τ)	%	25,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	0,006	0,106	0,137	0,210	0,251	0,284	0,308	0,322	0,330	0,334	0,336	0,338	0,340	0,342	0,343	0,349
Reinvestment	EUR Mio.	-0,071	-0,103	-0,140	-0,120	-0,135	-0,136	-0,118	-0,088	-0,059	-0,039	-0,029	-0,026	-0,025	-0,025	-0,025	-0,058
FCFF	EUR Mio.	-0,065	0,003	-0,003	0,090	0,116	0,149	0,190	0,234	0,270	0,294	0,307	0,313	0,315	0,317	0,319	0,291
WACC	%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,0%	11,3%	10,6%	10,0%	9,3%	8,7%	8,0%	7,4%	6,7%	6,1%	6,0%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	88,8%	78,9%	70,1%	62,6%	56,3%	50,9%	46,2%	42,3%	38,9%	36,0%	33,5%	31,4%	29,6%	28,0%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-0,065	0,002	-0,002	0,063	0,072	0,084	0,097	0,108	0,114	0,115	0,111	0,105	0,099	0,094	0,089	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	7,5%															
Terminal Cost of capital	%	6,0%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	0,602															
in % des Enterprise Value	%	35,7%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-0,002															
in % des Enterprise Value	%	-0,1%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	1,087															
in % des Enterprise Value	%	64,4%															
Enterprise Value	EUR Mio.	1,687															
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,000															
		1,458															
Finanzschulden	EUR Mio.	3,145															
Excess Cash	EUR Mio.	1,1															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	2,90															
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 oder an Dritte weitergegeben werden. **Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

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

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

Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen und Finanzportale sowie per Email an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.
Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.
Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

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

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

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

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
10.12.2018/14:15 Uhr	EUR 0,94/EUR 2,90	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 2, 8

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

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

Informationsquellen

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um 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.

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 10.12.2018 um 13:45 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: 0,94.