

Solvesta

Reuters: CB7G.DE

Bloomberg: CB7 GY

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 13,75

Kursziel: EUR 27,30 (unverändert)

Neuigkeiten von der Hauptversammlung

Vorstandspräsentation und Generaldebatte der gestrigen Hauptversammlung brachten interessante Erkenntnisse über die operative Entwicklung des zweiten Halbjahres 2017e, darunter Verhandlungen über eine mögliche Übernahme und deren Finanzierung sowie die erwartete operative Entwicklung der beiden Beteiligungen. Auch vorläufige Zahlen zum IFRS-Konzernabschluss 2016e wurden genannt. Bei der abschließenden Abstimmung wurden sämtliche Tagesordnungspunkte einstimmig angenommen. Wir bestätigen unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 27,30 und unser Buy-Rating für die Aktien der Solvesta AG.

Mögliche Übernahme im zweiten Halbjahr 2017

Auf der gestrigen Hauptversammlung der Solvesta AG wurden neben dem obligatorischen Jahresrückblick einige Informationen über den weiteren Verlauf des aktuellen Geschäftsjahres bekannt. Die für die Unternehmensbewertung bedeutendste Information war nach unserer Einschätzung, dass Solvesta in Verhandlungen über den Erwerb eines „attraktiven Unternehmens“ steht, für dessen Finanzierung Angaben gemäß einer Barkapitalerhöhung notwendig wäre.

Vorläufiger IFRS-Konzernabschluss 2016e

Darüber hinaus wurden auf der Hauptversammlung die vorläufigen Zahlen 2016e nach IFRS veröffentlicht. Demnach lag der Jahresfehlbetrag im vergangenen Jahr bei EUR -3,047 Mio. und damit deutlich unter dem nach HGB erstellten Ergebnis des Einzelabschlusses von EUR -5,924 Mio.

		2016E	2015
Umsatz	EUR Mio.	45,809	7,028
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-3,047	7,516
Eigenkapital	EUR Mio.	8,721	9,864
Eigenkapitalquote	%	21,1%	45,7%
EPS	EUR	-3,72	12,29

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

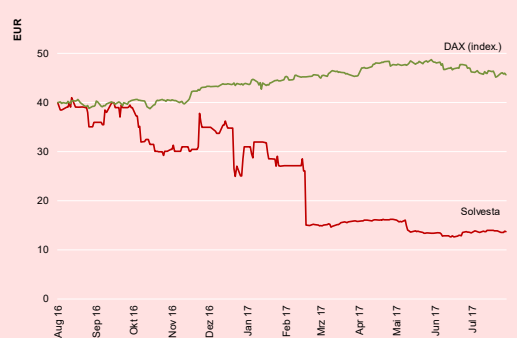
Operative Entwicklung der Beteiligungen

Aktuell besteht das Beteiligungsportefeuille von Solvesta aus zwei Gesellschaften:

- ☉ dem Anbieter von Fensterabstandshalterprofilen **Helima**
- ☉ und dem Textilunternehmen **Stones**.

Wie bei der bereits unter dem Vorbesitzer, der insolventen Steilmann SE, überwiegend profitablen Stones rechnet Solvesta auch bei Helima im zweiten Halbjahr 2017e mit einer deutlichen Verbesserung der Ertragslage. Im Gegensatz zu Stones dürfte bei Helima die Gewinnzone in H2/2017e jedoch noch nicht erreicht werden (siehe Tabelle 2), selbst wenn Angaben gemäß Spielraum für eine Anpassung der Helima-Prognosen nach oben besteht. Mittelfristig jedoch rechnet das Management, dass Helima nach diversen Produktneueinführungen in H2/2017e auch bei Erlösen von unter EUR 20 Mio. profitabel sein kann.

ISIN/WKN: DE000A12UKD1 / A12UKD				
Indizes: -				
Transparenzlevel: Primärmarkt der Börse Düsseldorf				
Gewichtete Anzahl Aktien: 1,114 Mio.				
Marktkapitalisierung: EUR 15,3 Mio.				
Handelsvolumen/Tag: ca. 100				
H1/2017: September 2017				
EUR Mio. (31/12)	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	7,0	45,8	42,3	64,3
EBITDA	7,7	-0,3	-2,8	3,1
EBIT	7,4	-2,7	-2,5	2,8
EBT	7,4	-2,9	-2,5	2,7
EAT	7,5	-3,1	-1,8	1,9
% vom Umsatz	2015	2016e	2017e	2018e
EBITDA	109,5	-0,7	-6,5	4,8
EBIT	105,0	-6,0	-5,9	4,3
EBT	104,6	-6,3	-6,0	4,2
EAT	107,1	-6,7	-4,2	2,9
Je Aktie/EUR	2015	2016e	2017e	2018e
EPS	12,29	-3,70	-1,60	1,69
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	16,11	10,50	12,86	14,55
Cashflow	0,52	3,98	-3,82	2,89
%	2015	2016e	2017e	2018e
EK-Quote	46%	21%	42%	38%
Gearing	75%	12%	11%	11%
x	2015	2016e	2017e	2018e
KGV	2,4	n/a	n/a	8,1
EV/Umsatz	3,7	0,6	0,4	0,3
EV/EBIT	3,5	n/a	n/a	6,2
KBV	1,9	3,2	1,1	0,9
EUR Mio.		2016e	2017e	
Guidance: Umsatz		-	-	
Guidance: EBIT		-	-	



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA
 + 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553
 peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

TABELLE 2: OPERATIVE ENTWICKLUNG DER BETEILIGUNGEN IN 2017E

		Plan 2017e	Forecast 2017e	Ist H1/2017	Plan H2/2017e	Anmerkung
Helima						
Umsatz	EUR Mio.	28,607	19,271	9,065	10,206	Diverse Produktneueinführungen in H2
EBITDA	EUR Mio.	1,431	-1,684	-1,204	-0,480	Mittelfristig Margen von 10% erreichbar
Stones						
Umsatz	EUR Mio.	21,000	18,001	6,639	11,362	Umsatzerwartung 2018e: EUR 25 Mio.
EBITDA	EUR Mio.	0,943	-1,328	-1,994	0,666	EBITDA-Marge 2018e: ca. 10%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Beteiligungsverkäufe in 2016

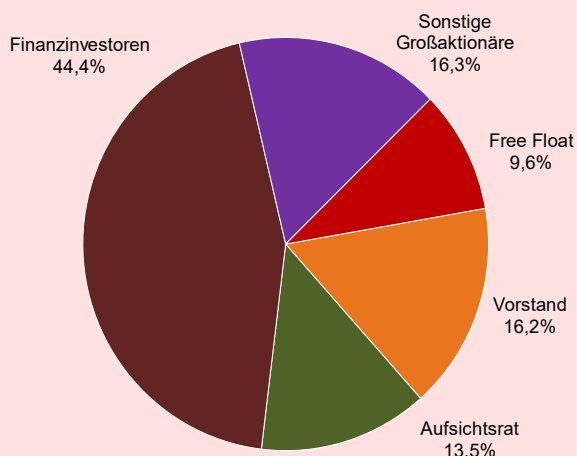
Im vergangenen Jahr waren zwei Exits von Beteiligungsgesellschaften zu verzeichnen:

- Ursächlich für den Verkauf des Druckereiunternehmens **Stürtz** waren Angaben gemäß Unregelmäßigkeiten von Seiten der übernommenen Geschäftsführung. Diese hatte einem Hauptkunden des Unternehmens Preisnachlässe in einem Ausmaß gewährt, die nach der Übernahme durch Solvesta nicht hätten kompensiert werden können. Nach der Einstellung des operativen Geschäfts wurden Maschinenpark und Grundstücke verkauft, wodurch von Solvesta ein Gesamtertrag in Höhe von EUR 2,5 Mio. realisiert werden konnte.
- Die Beteiligung an **fan & more** wurde zu einem symbolischen Preis verkauft; allerdings hat Solvesta eine Wandlungsoption, deren Nutzung u. E. jedoch unwahrscheinlich ist.

Aktuelle Aktionärsstruktur

Unverändert werden knapp 30% der Anteile von den unmittelbaren Firmengründern (Vorstand und Aufsichtsrat) gehalten. Inzwischen stellen jedoch Finanzinvestoren, die ebenfalls als langfristige Investoren eingestuft werden können, mit insgesamt 44,4% die größte einzelne Investorengruppe. Der Free Float der Aktie beläuft sich aktuell auf 9,6% oder EUR 1,5 Mio.

ABBILDUNG 1: AKTIONÄRSSTRUKTUR (08/2017)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Bestätigung von Buy-Rating und Kursziel

Wir bewerten Solvesta anhand eines dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Entity-Modells, das aus unserer Sicht den aktuellen Frühphasencharakter des Geschäftsmodells am sinnvollsten widerspiegelt. Unverändert errechnen wir ein

Kursziel von EUR 27,30 je Aktie (Base Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 13,75 je Aktie bedeutet unser Base Case-Szenario auf Sicht von zwölf Monaten ein erwartetes Kurssteigerungspotenzial von 98,5%. Damit bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Solvesta AG.

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

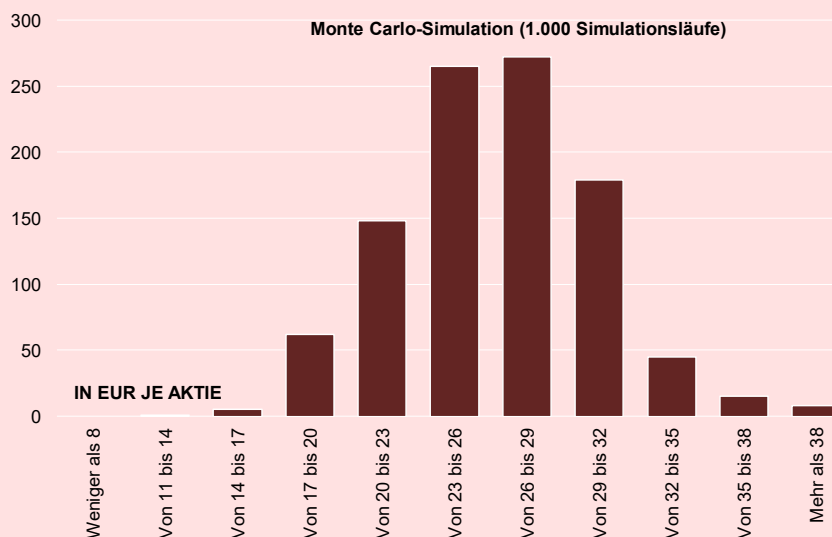
Terminal value Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,0%
Terminal Cost of capital	%	5,6%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	17,1
in % des Enterprise Value	%	45,6%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	2,3
in % des Enterprise Value	%	6,2%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	18,1
in % des Enterprise Value	%	48,2%
Enterprise Value	EUR Mio.	37,5
Finanzschulden	EUR Mio.	-7,6
Excess Cash	EUR Mio.	0,5
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	30,4
Anzahl Aktien	Mio.	1,114
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	27,30

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Monte Carlo-Analyse

In einer Monte Carlo-Simulation wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt rund 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Dabei zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 9,0 Mio. bzw. über EUR 42,3 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Je Aktie entsprechen diese Angaben Kursen von EUR 8,00 und EUR 38,00 (vgl. nachstehende Abbildung 2).

ABBILDUNG 2: SZENARIOANALYSE ANHAND MONTE CARLO-SIMULATION



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden. Das Ergebnis ist eine linkssteile (rechtschiefe) Verteilung mit einem Modus bei Werten des Eigenkapitals zwischen EUR 26 und EUR 29 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiplies bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 27,30 je Aktie wäre Solvesta mit folgenden Multiplies bewertet:

TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

X	Bewertung mit EUR 27,30 je Aktie		Bewertung beim aktuellen Kurs	
	2017e	2018e	2017e	2018e
KGV	n/a	16,1x	n/a	8,1x
EV/Umsatz	0,8x	0,5x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA	n/a	10,5x	n/a	5,5x
KBV	2,1x	1,9x	1,1x	0,9x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Solvesta sehen wir **(1)** Meldungen über weitere Übernahmen von Beteiligungen; **(2)** Aussagen über die laufende Ertragsentwicklung der Beteiligungen; **(3)** Aussagen über die allgemeine Ertragslage deutscher Unternehmen, etwa von Creditreform oder der Deutschen Bundesbank.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

Überdies sehen wir langfristig Indizien für eine Anpassung unserer Unternehmensbewertung nach oben, da wir für die Bestimmung des Diskontierungssatzes ein der Frühphase des Lebenszyklus geschuldetes, konservatives Fundamentalf-beta von 1,3 angesetzt haben.

Risiken für unser Rating und Kursziel

Risiken für unser Rating und unser Kursziel bzw. mögliche Schwächen aus dem Geschäftsmodell ergeben sich aus den folgenden Punkten:

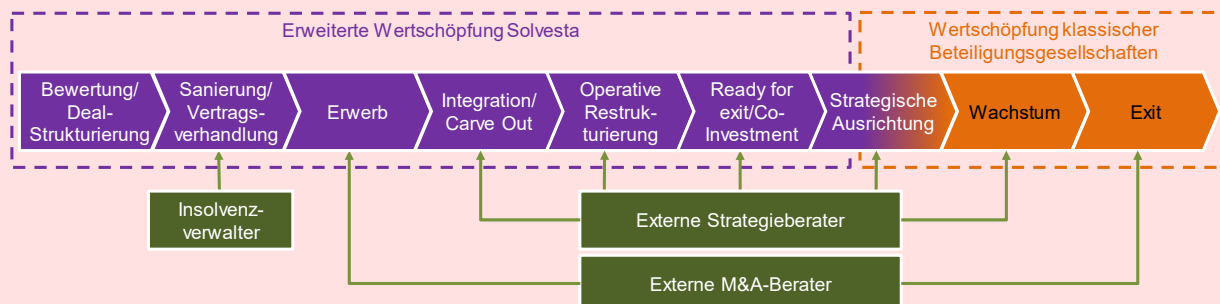
- ⊖ Seit der Notierungsaufnahme Ende 2015 konnte Solvesta noch nicht den **Proof of Concept** erbringen, Unternehmen aus der Insolvenz zu erwerben und mit weit überdurchschnittlichen Renditen zu verkaufen; in Verbindung mit der jüngsten Verlustmeldung hat die Reputation des Unternehmens am Kapitalmarkt gelitten.
- ⊖ **Hohe Bedeutung der Auswahl der Beteiligungen** mit entsprechenden Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage;
- ⊖ Geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aufgrund eines **langfristigen Auswahlprozesses**;
- ⊖ Aus der Zwangswandlung der Wandelanleihe lässt sich ein **möglicher Stock Overhang** ableiten, mit dessen Auswirkungen jedoch vor Erreichen neuer Höchstkurse aus unserer Sicht nicht zu rechnen ist.
- ⊖ Abgesehen von hohen Capex und dem erforderlichen Fachwissen im Insolvenzrecht bestehen grundsätzlich **niedrige Markteintrittsbarrieren** in einem limitierten Markt;
- ⊖ Hohe **Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen** im Vorstand.

Spezialist für die Sanierung von (quasi-) insolventen Gesellschaften

Die 2014 gegründete Solvesta ist eine Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf den Erwerb und die Sanierung von Unternehmen in Insolvenz, in Eigenverwaltung (mit oder ohne Schutzschirm) oder in insolvenznahen Situationen, für die eine stille Übernahme vom bisherigen Eigentümer gewünscht ist. Mit diesem, in Deutschland nahezu einzigartigen Geschäftsmodell ist Solvesta erster Ansprechpartner für Insolvenzverwalter, Sachwalter, M&A-Berater, Restrukturierungs- und Unternehmensberater sowie für Eigentümer von Unternehmen, wenn es um einen zielgerichteten Verkauf wirtschaftlich stark angeschlagener Unternehmen geht.

Geschäftsmodell: Erwerb, Sanierung und Verkauf von Beteiligungen an insolventen bzw. quasi-insolventen Unternehmen

ABBILDUNG 3: WERTSCHÖPFUNGSMODELL SOLVESTA



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Unternehmensstrategie

Die Unternehmensstrategie von Solvesta basiert auf vier Säulen: **(1)** der Einwerbung frischen Eigenkapitals zur Beschleunigung des externen Wachstums; **(2)** der Erreichung eines eingeschwungenen Zustands, in dem Übernahmen durch die freien Cashflows der bestehenden Beteiligungen finanziert werden; **(3)** der Erreichung der Dividendenfähigkeit und **(4)** der Übertragung des Geschäftsmodells in andere Rechtsgebiete.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	EUR Mio.	7,0	45,8	42,3	64,3	87,3	109,9	132,7
YoY	%	n/a	551,8%	-7,7%	52,0%	35,8%	25,9%	20,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-4,7	-25,0	-22,4	-32,5	-42,5	-51,7	-60,4
in % der Umsätze	%	-66,5%	-54,6%	-53,0%	-50,6%	-48,7%	-47,0%	-45,5%
Rohrertrag	EUR Mio.	2,4	20,8	19,9	31,8	44,8	58,2	72,4
in % der Umsätze	%	33,5%	45,4%	47,0%	49,4%	51,3%	53,0%	54,5%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,9	-15,7	-18,6	-24,1	-37,2	-51,2	-66,3
in % der Umsätze	%	-26,5%	-34,4%	-43,9%	-37,4%	-42,6%	-46,6%	-49,9%
davon Beteiligungsgesellschaften	EUR Mio.	0,0	-14,7	-16,8	-21,4	-33,2	-45,2	-57,3
davon Holding	EUR Mio.	-1,9	-1,0	-1,8	-2,7	-4,0	-6,0	-9,0
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	9,9	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1
in % der Umsätze	%	140,2%	1,5%	1,8%	1,3%	1,1%	0,9%	0,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-2,7	-6,1	-4,8	-5,5	-3,4	-1,6	0,6
in % der Umsätze	%	-37,7%	-13,3%	-11,4%	-8,5%	-3,9%	-1,5%	0,5%
EBITDA	EUR Mio.	7,7	-0,3	-2,8	3,1	5,1	6,5	7,9
in % der Umsätze	%	109,5%	-0,7%	-6,5%	4,8%	5,8%	5,9%	5,9%
YoY	%	n/a	-67,2%	127,7%	35,0%	97,3%	119,1%	135,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,3	-2,4	0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8
in % der Umsätze	%	-4,5%	-5,3%	0,7%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
EBIT	EUR Mio.	7,4	-2,7	-2,5	2,8	4,6	5,8	7,1
in % der Umsätze	%	105,0%	-6,0%	-5,9%	4,3%	5,2%	5,3%	5,3%
YoY	%	n/a	-18,0%	127,7%	35,0%	97,3%	119,1%	135,7%
Zinsertrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
EBT	EUR Mio.	7,4	-2,9	-2,5	2,7	4,5	5,7	6,9
in % der Umsätze	%	104,6%	-6,3%	-6,0%	4,2%	5,1%	5,2%	5,2%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,2	-0,2	0,8	-0,8	-1,3	-1,7	-2,1
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerquote	%	2,4%	6,3%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	7,5	-3,1	-1,8	1,9	3,1	4,0	4,8
in % der Umsätze	%	107,1%	-6,7%	-4,2%	2,9%	3,6%	3,6%	3,6%
YoY	%	n/a	-12,1%	121,1%	36,3%	101,6%	126,2%	145,9%
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	612,4	830,5	1.113,7	1.113,7	1.113,7	1.113,7	1.113,7
Ergebnis je Aktie	EUR	12,29	-3,70	-1,60	1,69	2,80	3,56	4,32
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	10,0	12,5	10,4	13,5	17,5	22,7	29,6
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,7	1,0	0,9	1,1	1,4	1,9	2,4
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	9,0	11,5	9,5	12,4	16,1	20,9	27,1
Beteiligungen	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige nicht finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	11,6	29,4	24,1	28,8	32,8	40,5	47,5
Vorräte	EUR Mio.	6,9	9,5	8,8	10,7	11,6	16,0	19,4
DIO	d	529,3	136,8	140,9	118,1	98,2	111,8	115,6
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	3,2	19,4	14,3	17,4	18,9	23,6	25,6
DSO	d	161,8	152,5	122,0	97,6	78,1	77,3	69,6
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	1,1	0,5	1,0	0,8	2,3	0,9	2,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	21,6	41,9	34,4	42,3	50,3	63,2	77,1
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	9,9	8,7	14,3	16,2	19,3	23,3	28,1
EK-Quote	%	45,7%	20,8%	41,6%	38,3%	38,4%	36,8%	36,5%
Grundkapital	EUR Mio.	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,7	4,0	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	7,4	4,3	2,5	4,4	7,5	11,5	16,3
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	10,8	33,2	20,1	26,1	31,0	39,9	49,0
Anleihen	EUR Mio.	0,0	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bankschulden	EUR Mio.	8,5	1,5	2,5	2,5	4,0	6,0	8,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	1,3	13,1	12,1	18,4	25,0	31,4	38,0
Tage	d	67,8	102,9	102,9	102,9	102,9	102,9	102,9
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,0	12,5	5,5	5,2	2,0	2,5	3,0
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	21,6	41,9	34,4	42,3	50,3	63,2	77,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (normalisiert), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Langfristiges Vermögen	%	46,2%	29,9%	30,1%	31,8%	34,8%	36,0%	38,4%
Immaterielles Vermögen	%	3,3%	2,5%	2,5%	2,6%	2,9%	3,0%	3,2%
Sachanlagevermögen	%	41,5%	27,4%	27,6%	29,2%	31,9%	33,0%	35,2%
Beteiligungen	%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steuern	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige nicht finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	53,8%	70,1%	69,9%	68,2%	65,2%	64,0%	61,6%
Vorräte	%	31,8%	22,7%	25,5%	25,2%	23,0%	25,4%	25,1%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	14,6%	46,3%	41,6%	41,2%	37,6%	37,3%	33,3%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	%	5,3%	1,1%	2,8%	1,8%	4,5%	1,3%	3,3%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA								
Eigenkapital	%	45,7%	20,8%	41,6%	38,3%	38,4%	36,8%	36,5%
Grundkapital	%	3,5%	2,0%	2,9%	2,4%	2,0%	1,6%	1,3%
Kapitalrücklage	%	8,0%	9,6%	32,7%	26,6%	22,4%	17,8%	14,6%
Währungsanpassungen	%	0,0%	-1,1%	-1,4%	-1,1%	-0,9%	-0,7%	-0,6%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	34,2%	10,3%	7,4%	10,5%	15,0%	18,2%	21,2%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten	%	50,1%	79,2%	58,4%	61,7%	61,6%	63,2%	63,5%
Anleihen	%	0,0%	14,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bankschulden	%	39,4%	3,6%	7,3%	5,9%	8,0%	9,5%	10,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	6,1%	31,3%	35,1%	43,4%	49,6%	49,7%	49,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	4,6%	29,8%	16,0%	12,3%	4,0%	4,0%	3,9%
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	7,5	-3,1	-1,8	1,9	3,1	4,0	4,8
Abschreibungen	EUR Mio.	0,3	2,4	-0,3	0,3	0,5	0,6	0,8
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-6,9	-2,6	0,7	-1,9	-0,9	-4,5	-3,3
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-3,2	-16,2	5,1	-3,1	-1,5	-4,7	-2,1
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,9	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	1,3	11,8	-1,0	6,3	6,6	6,5	6,5
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,0	11,5	-7,0	-0,3	-3,2	0,5	0,5
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	0,3	3,3	-4,3	3,2	4,6	2,5	7,3
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in IAV	EUR Mio.	-0,7	-0,3	0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6
Investitionen in SAV	EUR Mio.	-9,3	-4,9	2,3	-3,2	-4,2	-5,5	-7,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-10,2	-5,0	2,5	-3,4	-4,5	-5,9	-7,6
Free Cashflow	EUR Mio.	-9,9	-1,7	-1,8	-0,2	0,0	-3,4	-0,3
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	1,7	2,3	7,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	8,5	-7,0	1,0	0,0	1,5	2,0	2,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	10,7	1,5	2,3	0,0	1,5	2,0	2,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,8	-0,2	0,5	-0,2	1,5	-1,4	1,7
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,4	1,1	0,5	1,0	0,8	2,3	0,9
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	1,1	0,5	1,0	0,8	2,3	0,9	2,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2015-21e

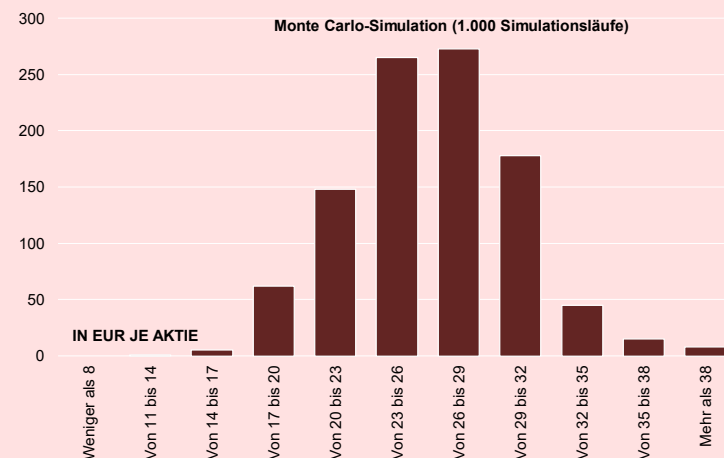
IFRS (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	7,0	45,8	42,3	64,3	87,3	109,9	132,7
Rohertrag	EUR Mio.	2,4	20,8	19,9	31,8	44,8	58,2	72,4
EBITDA	EUR Mio.	7,7	-0,3	-2,8	3,1	5,1	6,5	7,9
EBIT	EUR Mio.	7,4	-2,7	-2,5	2,8	4,6	5,8	7,1
EBT	EUR Mio.	7,4	-2,9	-2,5	2,7	4,5	5,7	6,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	7,5	-3,1	-1,8	1,9	3,1	4,0	4,8
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		139	115	417	527	737	950	1.165
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	34,00	53,50	36,20	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	1,50	25,00	14,55	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	9,61	37,38	28,87	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	30,00	33,71	13,75	13,75	13,75	13,75	13,75
EPS	EUR	12,29	-3,70	-1,60	1,69	2,80	3,56	4,32
BVPS	EUR	16,11	10,50	12,86	14,55	17,36	20,92	25,24
CFPS	EUR	0,52	3,98	-3,82	2,89	4,09	2,22	6,53
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							27,30
Performance bis Kursziel	%							98,5%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	109,5%	-0,7%	-6,5%	4,8%	5,8%	5,9%	5,9%
EBIT-Marge	%	105,0%	-6,0%	-5,9%	4,3%	5,2%	5,3%	5,3%
EBT-Marge	%	104,6%	-6,3%	-6,0%	4,2%	5,1%	5,2%	5,2%
Netto-Marge	%	107,1%	-6,7%	-4,2%	2,9%	3,6%	3,6%	3,6%
FCF-Marge	%	-141,2%	-3,7%	-4,3%	-0,3%	0,0%	-3,1%	-0,3%
ROE	%	76,3%	-35,2%	-12,4%	11,6%	16,2%	17,0%	17,1%
NWC/Umsatz	%	123,9%	34,5%	26,0%	15,1%	6,4%	7,5%	5,3%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	50,6	398,3	101,3	122,0	118,4	115,7	113,9
Pro-Kopf-EBIT	EUR	53,1	-23,8	-6,0	5,3	6,2	6,1	6,1
Capex/Umsatz	%	-131,8%	-10,8%	5,4%	-4,9%	-4,8%	-5,0%	-5,3%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	551,8%	-7,7%	52,0%	35,8%	25,9%	20,8%
Rohertrag	%	n/a	784,4%	-4,5%	59,8%	41,1%	30,0%	24,3%
EBITDA	%	n/a	n/a	744,3%	n/a	64,8%	27,5%	22,0%
EBIT	%	n/a	n/a	-9,2%	n/a	64,8%	27,5%	22,0%
EBT	%	n/a	n/a	-11,9%	n/a	65,7%	26,9%	21,5%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-41,9%	n/a	65,7%	26,9%	21,5%
EPS	%	n/a	n/a	-56,7%	n/a	65,7%	26,9%	21,5%
CFPS	%	n/a	667,1%	n/a	n/a	41,6%	-45,8%	194,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	10,0	12,5	10,4	13,5	17,5	22,7	29,6
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	11,6	29,4	24,1	28,8	32,8	40,5	47,5
Eigenkapital	EUR Mio.	9,9	8,7	14,3	16,2	19,3	23,3	28,1
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	10,8	33,2	20,1	26,1	31,0	39,9	49,0
EK-Quote	%	45,7%	20,8%	41,6%	38,3%	38,4%	36,8%	36,5%
Gearing	%	74,6%	11,7%	10,7%	10,7%	8,9%	22,1%	19,5%
Net Working Capital	EUR Mio.	8,7	15,8	11,0	9,7	5,5	8,2	7,1
Asset Turnover	x	0,3	1,1	1,2	1,5	1,7	1,7	1,7
EBITDA-ICR	x	248,3	-2,2	-46,0	41,0	52,0	43,1	37,5
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	612	831	1.114	1.114	1.114	1.114	1.114
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	20,8	44,4	40,3	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	0,9	20,8	16,2	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	5,9	31,0	32,2	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	18,4	28,0	15,3	15,3	15,3	15,3	15,3
Nettoverschuldung	EUR Mio.	7,4	1,0	1,5	1,7	1,7	5,1	5,5
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	28,2	45,5	41,8	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	8,3	21,8	17,7	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	13,2	32,1	33,7	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	25,7	29,0	16,8	17,0	17,0	20,5	20,8
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	4,01	0,99	0,99	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,18	0,48	0,42	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,88	0,70	0,80	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	3,66	0,63	0,40	0,27	0,20	0,19	0,16
EV/EBITDA Hoch	x	3,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	1,1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	1,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	3,3	n/a	n/a	5,5	3,4	3,2	2,6
EV/EBIT Hoch	x	3,8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	1,1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	1,8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	3,5	n/a	n/a	6,2	3,7	3,5	2,9
KGV Hoch	x	2,8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	0,1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	0,8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	2,4	n/a	n/a	8,1	4,9	3,9	3,2
KBV Schlusskurs	x	1,9	3,2	1,1	0,9	0,8	0,7	0,5
FCF-Yield	%	-54,0%	-6,0%	-11,8%	-1,3%	0,1%	-22,4%	-2,2%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	0,3	3,3	-4,3	3,2	4,6	2,5	7,3
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-10,2	-5,0	2,5	-3,4	-4,5	-5,9	-7,6
Free Cashflow	EUR Mio.	-9,9	-1,7	-1,8	-0,2	0,0	-3,4	-0,3
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	10,7	1,5	2,3	0,0	1,5	2,0	2,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TV
Umsatz	EUR Mio.	42,3	64,3	87,3	109,9	132,7	149,6	160,2	166,0	169,0	170,7	171,9	172,9	174,0	175,0	176,1	177,1
YoY	%	-7,7%	52,0%	35,8%	25,9%	20,8%	12,7%	7,1%	3,6%	1,8%	1,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	-2,5	2,8	4,6	5,8	7,1	7,8	8,2	8,4	8,3	8,3	8,1	8,0	7,9	7,8	7,6	8,9
EBIT-Marge	%	-5,9%	4,3%	5,2%	5,3%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	5,0%
Steuern	EUR Mio.	0,8	-0,8	-1,3	-1,7	-2,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Steuerquote (τ)	%	30,7%	29,2%	29,4%	29,2%	29,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	-1,7	2,0	3,2	4,1	5,0	7,1	7,4	7,5	7,5	7,4	7,3	7,2	7,1	7,0	6,9	8,0
Reinvestment	EUR Mio.	7,3	-2,1	-0,4	-8,6	-6,5	-5,5	-3,8	-2,3	-1,2	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,9
FCFF	EUR Mio.	5,5	-0,2	2,8	-4,4	-1,4	1,6	3,6	5,3	6,3	6,7	6,8	6,8	6,7	6,6	6,4	7,1
WACC	%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	13,5%	12,9%	12,2%	11,6%	10,9%	10,2%	9,6%	8,9%	8,2%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	53,0%	47,0%	41,9%	37,5%	33,8%	30,7%	28,0%	25,7%	23,8%	22,5%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	5,5	-0,2	2,8	-4,4	-1,4	0,8	1,7	2,2	2,4	2,3	2,1	1,9	1,7	1,6	1,4	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,0%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	17,1															
in % des Enterprise Value	%	45,6%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	2,3															
in % des Enterprise Value	%	6,2%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	18,1															
in % des Enterprise Value	%	48,2%															
Enterprise Value	EUR Mio.	37,5															
Finanzschulden	EUR Mio.	-7,6															
Excess Cash	EUR Mio.	0,5															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	30,4															
Anzahl Aktien	Mio.	1,114															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	27,30															



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

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

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in 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 per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

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

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

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

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- 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)
22.08.2017/13:00 Uhr	EUR 27,30/EUR 13,73	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
15.03.2017/11:45 Uhr	EUR 27,30/EUR 15,50	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
16.12.2016/09:55 Uhr	EUR 55,30/EUR 36,00	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
26.09.2016/12:06 Uhr	EUR 55,30/EUR 36,00 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
15.09.2016/08:07 Uhr	EUR 55,30/EUR 39,00 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
04.07.2016/09:17 Uhr	EUR 60,50/EUR 44,00 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
27.06.2016/16:21 Uhr	EUR 53,00/EUR 44,98 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
01.03.2016/11:21 Uhr	EUR 53,00/EUR 31,50 (Schlusskurs)	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 § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

Informationsquellen

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

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 22.08.2017 um 12:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 13,73 (Börse Düsseldorf).