

Solvesta

Reuters: CB7G.DE

Bloomberg: CB7 GY

Rating: Buy

Risiko: Hoch

Kurs: EUR 27,50

Kursziel: EUR 53,00

Problemlöser für Insolvenzverwalter

Beteiligungsgesellschaft mit klarem USP

Solvesta ist eine Beteiligungsgesellschaft, die auf die mehrheitliche Übernahme von insolventen bzw. quasi-insolventen Unternehmen und ihre anschließende Restrukturierung spezialisiert ist. Dieses an der Börse bislang einzigartige Geschäftsmodell erfordert neben der Fähigkeit zu kreativen Lösungen vor allem Spezialkenntnisse in den sensiblen Bereichen des Arbeits- und Insolvenzrechts sowie eine Organisation, die Transaktionen rasch und für den Insolvenzverwalter reibungslos abwickeln kann. Im Gegenzug erhält Solvesta eine unter dem Insolvenzrecht sanierte Gesellschaft, die in Verbindung mit der speziellen Deal-Intelligenz von Solvesta hohe Wertsteigerungspotenziale verspricht.

Anforderungen an eine Transaktion

Wesentliche Bestandteile der Übernahmestrategie sind, dass (1) der Umsatz der Targets im vergangenen und im laufenden Geschäftsjahr zwischen EUR 10 und 80 Mio. betragen hat, (2) die Hauptsitze der Gesellschaften in Deutschland liegen, (3) Gesellschaften aufgrund der intelligenten Deal-Struktur mit nur einem geringen EK-basierten Cash-at-Risk erworben werden, (4) auf Holding-Ebene keine über den Kaufpreis hinausgehenden Risiken wie Garantien oder Patronatserklärungen eingegangen werden, (5) eigenes Management durch Beteiligung an den übernommenen Gesellschaften pari passu höchstmöglich motiviert wird und (6) eine mindestens mehrheitliche, idealerweise vollständige Übernahme des jeweiligen Targets möglich ist.

Funktionierender Dealflow

Ohne dass das Management derzeit aktiv Deal-Akquise betreiben würde, wird Solvesta nur kurz nach der Gründung nach eigenen Angaben aus dem bestehenden Netzwerk von Insolvenzverwaltern und M&A-Beratern eine ungleich größere Anzahl an Übernahme-Targets angeboten als die im Business Plan vorgesehenen vier Transaktionen p. a.

Vierstufige Wachstumsstrategie

Die Unternehmensstrategie von Solvesta basiert auf vier Säulen: (1) Einwerbung frischen Eigenkapitals, das als Kriegskasse den Grundstock für den geplanten Portfolioaufbau bildet, (2) Erreichung eines eingeschwungenen Zustands, in dem Übernahmen durch die freien Cashflows der bestehenden Beteiligungen finanziert werden, (3) Erreichung der Dividendenfähigkeit und (4) Übertragung des Geschäftsmodells in andere Rechtsgebiete.

Finanzperformance 2015e und Prognose bis 2020e

Gegründet 2014 steht Solvesta noch in der Frühphase der unternehmerischen Entwicklung. Abgesehen von zwei Übernahmen und dem Aufbau der Organisation ist bislang noch wenig auf der Habenseite zu verbuchen. Insofern ist die Finanzprognose mit erheblichen Unsicherheiten verbunden. Wir orientieren uns in unserem Modell an den Vorgaben des Managements, das die Übernahme von vier bis fünf Gesellschaften pro Jahr bei einer EBIT-Marge von etwa 5% vorsieht. Sollte diese Zielsetzung eintreten, würde Solvesta im Jahr 2020e nach unseren (konservativen) Prognosen Umsätze von EUR 350,5 Mio. und ein operatives Ergebnis von EUR 18,2 Mio. erwirtschaften.

ISIN/WKN: DE000A12UKD1 / A12UKD

Indizes: -

Transparenzlevel: Primärmarkt der Börse Düsseldorf

Gewichtete Anzahl Aktien: 755.000

Marktkapitalisierung: EUR 21,2 Mio.

Handelsvolumen/Tag: n/a

Hauptversammlung: voraussichtlich Juli 2016

EUR Mio. (31/12)	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	0,0	6,5	73,5	139,7
EBITDA	0,0	-0,8	3,3	7,4
EBIT	0,0	-0,7	3,0	6,6
EBT	0,0	-0,7	2,6	5,8
EAT	0,0	-0,5	1,8	4,1

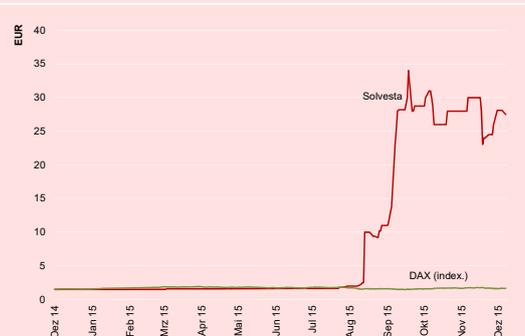
% vom Umsatz	2014	2015e	2016e	2017e
EBITDA	n/a	-12,3	4,5	5,3
EBIT	n/a	-11,1	4,1	4,7
EBT	n/a	-11,1	3,5	4,1
EAT	n/a	-7,8	2,5	2,9

Je Aktie/EUR	2014	2015e	2016e	2017e
EPS	0,00	-0,67	2,41	5,37
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,51	3,16	10,07	19,95
Cashflow	n/a	-1,40	-2,70	2,77

%	2014	2015e	2016e	2017e
EK-Quote	88%	23%	20%	22%
Gearing	-100%	284%	193%	171%

x	2014	2015e	2016e	2017e
KGV	n/a	n/a	11,4	5,1
EV/Umsatz	n/a	4,2	0,5	0,3
EV/EBIT	n/a	n/a	11,8	7,0
KBV	2,9	8,7	2,7	1,4

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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Executive Summary	3
Business Profile	4
Business Profile (Forts.)	5
Business Profile (Forts.)	6
Unternehmenswert EUR 53,00 je Aktie - Buy	7
Anders als andere Beteiligungsgesellschaften	18
Unternehmensstrategie	25
Unternehmensgeschichte und Management	26
Börsennotierung und Aktionärsstruktur	28
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	30
Insolvenzen in Deutschland	33
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen	44
Gewinn- und Verlustrechnung, 2014-20e	49
Bilanz, 2014-20e	50
Bilanz (normalisiert), 2014-20e	51
Cashflow-Statement, 2014-20e	52
Auf einen Blick, 2014-20e	53
DCF-Modell	55
Disclaimer	57

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

Executive Summary

Wert des Eigenkapitals von EUR 53,00 je Aktie - Buy

Bei einem Kursziel von EUR 53,00 je Aktie und einer von uns erwarteten Kursperformance von 92,7% nehmen wir die Aktien der Solvesta AG mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf. Wir bewerten die Aktien der Solvesta AG anhand von drei unterschiedlichen Verfahren. **(1)** Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals im Base-Case-Szenario von EUR 53,00 mit Bear-Case- und Bull-Case-Werten von EUR 32,70 bzw. EUR 73,10. **(2)** In einem Peergroup-Verfahren, in dem wir fünf auf die Sanierung und Restrukturierung ausgerichtete Beteiligungsgesellschaften aufgenommen haben, ermitteln wir auf Basis des Geschäftsjahres 2017e bzw. 2018e einen Wert des Eigenkapitals der Solvesta von EUR 45,40 bzw. EUR 56,20. **(3)** Gehen wir schließlich davon aus, dass Solvesta in vier bis fünf Jahren einen eingeschwungenen Zustand erreichen wird, in dem sich Käufe und Verkäufe von Beteiligungsgesellschaften in etwa die Waage halten und Übernahmen nicht länger durch die Einwerbung externer Mittel finanziert werden müssen und unterstellen wir ferner eine vom Kapitalmarkt für Beteiligungsgesellschaften derzeit geforderte Dividendenrendite von 2,9%, errechnen sich aus einem Dividendendiskontierungsmodell Werte des Eigenkapitals in Höhe von EUR 49,00 bzw. EUR 115,20 je Aktie. Aufgrund der Frühphase der Unternehmensentwicklung sehen wir in einem langfristig ausgelegten dreistufigen DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik.

Erfahrenes Management mit Spezialkenntnissen im Insolvenzrecht

Mehr als bei jeder anderen Aktienanlage ist der Erwerb einer Beteiligungsgesellschaft von den handelnden Personen abhängig. Dies gilt bei Solvesta umso mehr, als dass das Alleinstellungsmerkmal von Solvesta – die kompromisslose Fokussierung auf den Erwerb von Unternehmen aus Insolvenzen oder insolvenznahen Situationen – dezidiertes Spezialwissen erfordert, welches nur in der Praxis (und damit langfristig) erworben werden kann. Bei Solvesta haben Vorstand und Firmengründer in den vergangenen Jahren erwiesenermaßen fundierte Spezialkenntnisse im Insolvenzrecht angesammelt. Angaben gemäß hat das Solvesta-Team mehr als 250 Due Diligence-Prozesse im insolvenznahen Umfeld begleitet und davon knapp 30 in Abschlussverhandlungen geführt.

Spezielle Deal-Intelligenz des Solvesta-Geschäftsmodells

Im Solvesta-Geschäftsmodell werden Vermögenswerte, die als Sicherheiten für Fremdfinanzierungen bestellt wurden, in eine separate Property Company (die sogenannte „PropCo“) ausgegliedert, während die operativen Vermögenswerte in einer Operating Company (die sogenannte „OpCo“) angesiedelt sind. Diese Organisationsstruktur hat für Solvesta erhebliche Vorteile: So ist die Holding von den Risiken der Geschäftsbereiche oder einzelner Übernahmeziele abgeschottet („Ring-Fencing“), das heißt, dass eventuelle Ertrags- oder Liquiditätsprobleme einer Geschäftseinheit nicht auf andere übertragen werden können. Eine Holdingstruktur über mehrere Ebenen gibt Solvesta überdies die notwendige Flexibilität beim Verkauf und sichert die Holding ab.

Kein Exit-Zwang

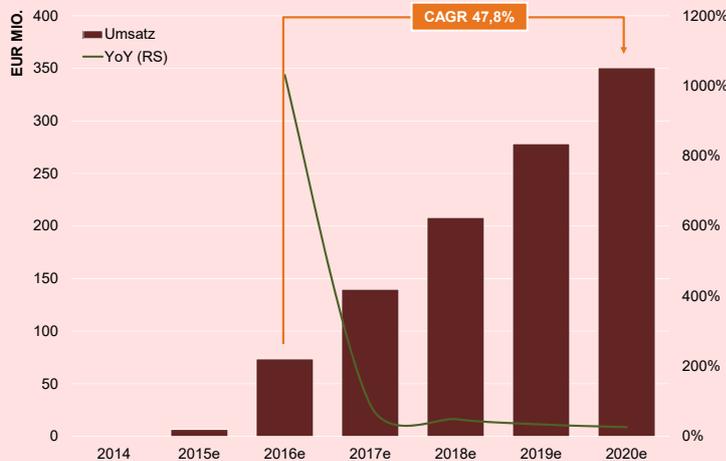
Auf Holdingebene werden die Übernahmen ausschließlich durch Eigenkapital finanziert. Die übernommenen Gesellschaften sind saniert und profitabel. Damit besteht für Solvesta kein Zwang, weitere Übernahmen durch Verkauf zu finanzieren. Daher kann mit einer durchschnittlichen Halteperiode von vier bis fünf Jahren gerechnet werden.

Risiken zur Erreichung unseres Kursziels

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** Hohe Bedeutung der Auswahl der Beteiligungen mit entsprechenden Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage; **(2)** geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aufgrund eines langfristigen Auswahlprozesses; **(3)** abgesehen von hohen Capex grundsätzlich niedrige Markteintrittsbarrieren in einem limitierten Markt; **(4)** hohe Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen im Vorstand.

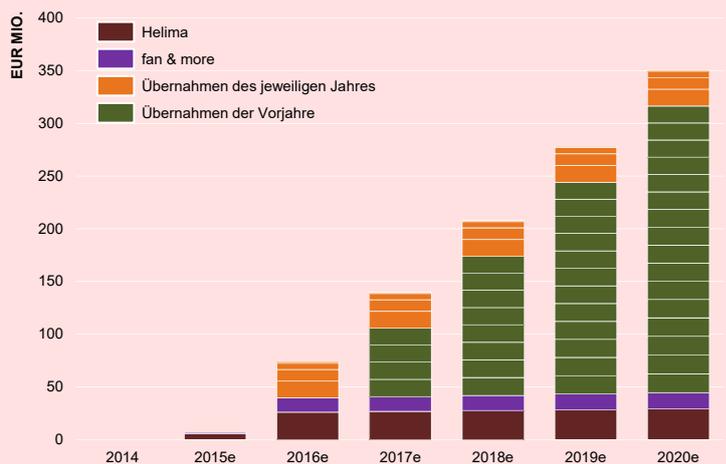
Business Profile

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2014-20E



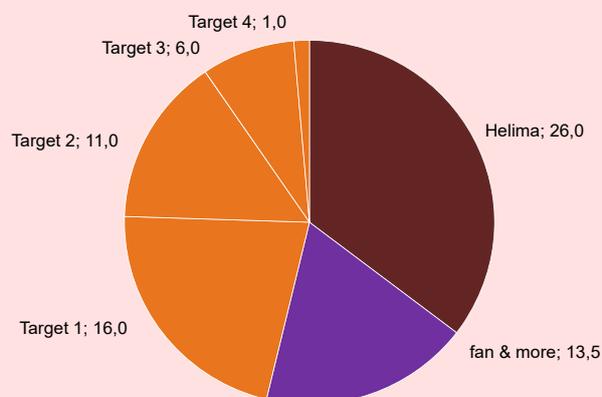
Im laufenden Jahr dürfte Solvesta mit derzeit zwei Beteiligungsgesellschaften nach unserer Einschätzung Erlöse in Höhe von EUR 6,5 Mio. erwirtschaftet haben. Für die folgenden Jahre rechnen wir mit vier Übernahmen pro Jahr, die jeweils annualisierte Umsätze von jeweils EUR 20 Mio. erwirtschaften. Bis 2020e dürften damit die Erlöse auf EUR 350,5 Mio. ansteigen. Unter dem Strich ergibt sich für den Zeitraum 2016e-20e ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 47,8%.

EXTERNER VS. ORGANISCHES WACHSTUM, 2014-20E



Wir modellieren vier Übernahmen pro Jahr, gleichmäßig verteilt auf die einzelnen Quartale. Dabei unterstellen wir, dass der Entscheidungsprozess nach jeweils zwei Monaten beendet ist, so dass eine übernommene Gesellschaft im ersten Quartal für einen Monat konsolidiert wird. In den Folgejahren haben wir ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 3,0% angesetzt.

UMSATZ (IN EUR MIO.), 2016E

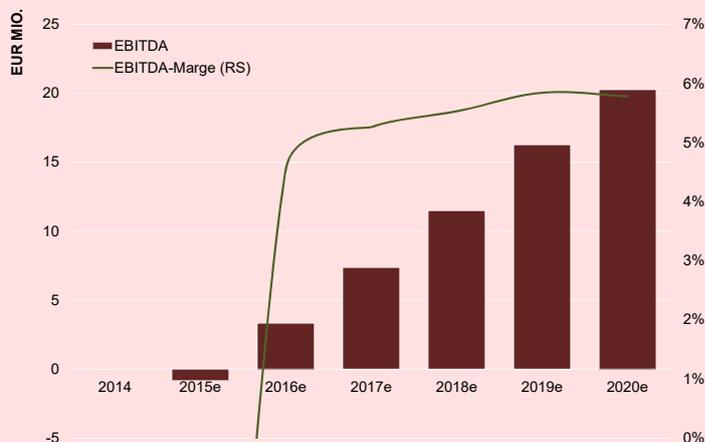


Die beiden bisherigen Übernahmen, Helima und fan & more, werden nach unserer Einschätzung auch im kommenden Jahr noch für mehr als die Hälfte der Konzern Erlöse verantwortlich sein. Pro Quartal unterstellen wir ferner die Übernahme eines Unternehmens, das annualisierte Umsätze von EUR 20,0 Mio. erwirtschaftet.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

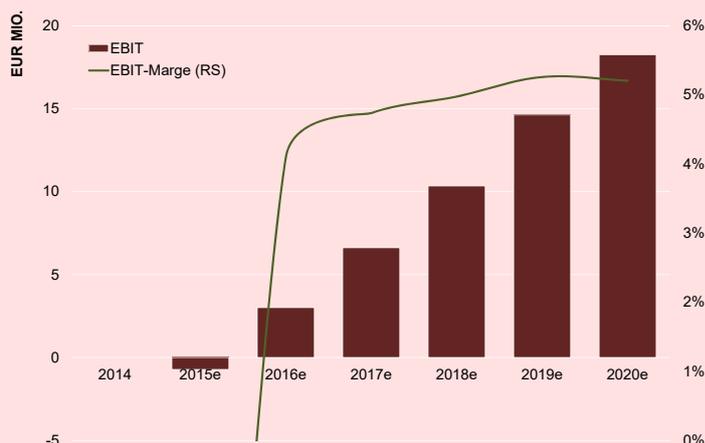
Business Profile (Forts.)

EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2014-20E



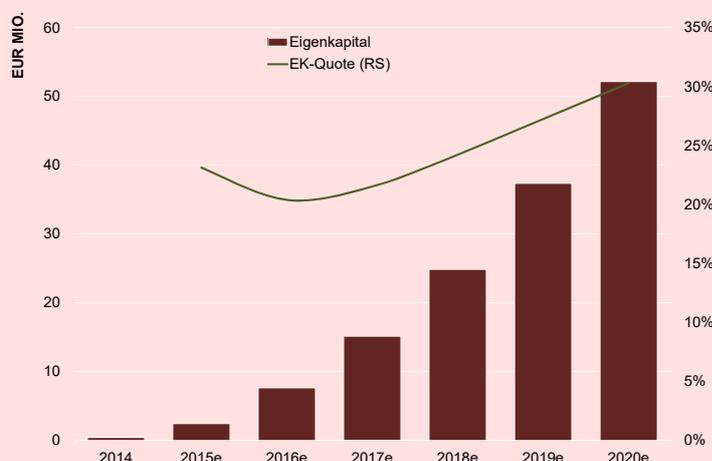
Solvesta wurde 2014 gegründet und hat in diesem Jahr seine operative Tätigkeit aufgenommen. Für das laufende Jahr rechnen wir nicht mit nennenswerten Ergebnisbeiträgen der beiden übernommenen Gesellschaften. Überdies könnten durch die Einbringung Personalarückstellungen entstehen, die das Ergebnis deutlich negativ beeinflussen. Bis zum Ende unserer Planungsperiode rechnen wir mit einem Anstieg des EBITDA auf dann EUR 20,3 Mio., was einer EBITDA-Marge von 5,8% entspricht.

EBIT UND EBIT-MARGE, 2014-20E



Bei einer vom Management angestrebten EBIT-Marge von etwa 5% wird jede übernommene Gesellschaft in den ersten zwölf Monaten der Konsolidierung einen durchschnittlichen EBIT-Betrag von EUR 1,0 Mio. leisten. Sondereffekte, etwa aus der Übernahme nicht-betriebsnotwendigen Vermögens (sog. „Lucky Buy“) sind im Business Plan derzeit nicht enthalten. Per Saldo errechnet sich damit bis 2020e ein Anstieg des operativen Ergebnisses auf dann EUR 18,2 Mio.

EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2014-20E

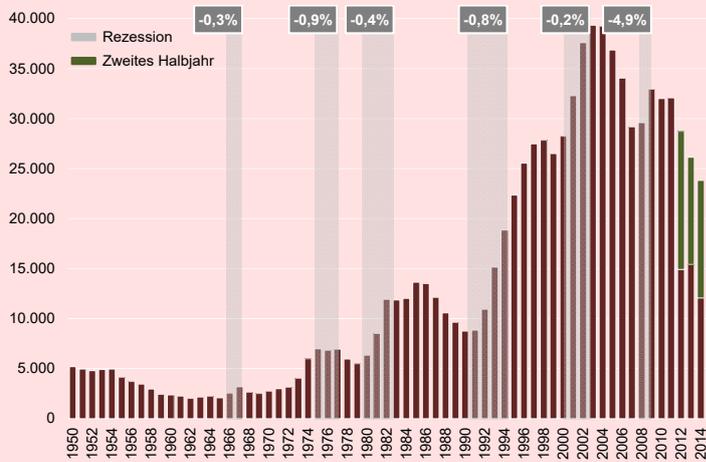


Bedingt durch die von uns erwartete Thesaurierung der Erträge und die geplante Kapitalerhöhung rechnen wir damit, dass Solvesta das Eigenkapital in den nächsten Jahren sukzessive auf bis zu EUR 52,1 Mio. erhöhen wird. Nachdem die Eigenkapitalquote seit dem Cold IPO jenseits der 50%-Marke gelegen hat, rechnen wir im kommenden Vierjahreszeitraum mit Eigenkapitalquoten zwischen 20,4% und 30,3%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

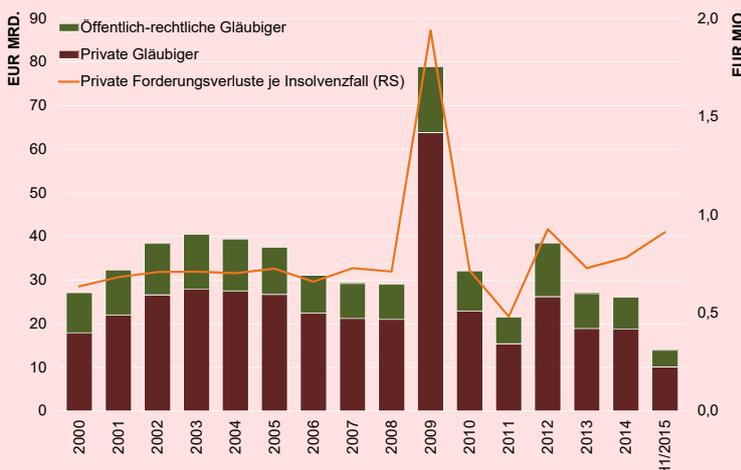
Marktausblick

UNTERNEHMENSINSOLVENZEN IN DEUTSCHLAND



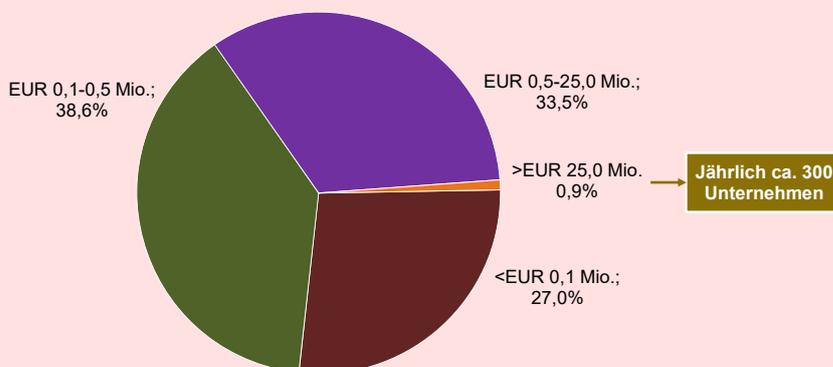
Im vergangenen Jahr sind für das gesamte Bundesgebiet rund 135.300 Insolvenzen gemeldet worden (-3,0% YoY). Mit diesem Rückgang lag die Zahl der Unternehmensinsolvenzen auf dem niedrigsten Stand seit 1995. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch die gute konjunkturelle Entwicklung, attraktive Refinanzierungskonditionen und einen vergleichsweise einfachen Zugang zu Finanzmitteln zu attraktiven Konditionen.

WIRTSCHAFTLICHE SCHÄDEN VON INSOLVENZEN IN DEUTSCHLAND



Die Schadenssumme für die Insolvenzgläubiger belief sich im vergangenen Jahr auf EUR 26,1 Mrd. (Vorjahr: EUR 26,9 Mrd.). Zum Halbjahr 2015 lagen die Insolvenzschiäden mit EUR 13,9 Mrd. um 4,5% über dem Vorjahreswert. Je Insolvenzfall entspricht dies einem Schaden in Höhe von durchschnittlich EUR 910.000.

INSOLVENZ NACH GRÖSSE DES UNTERNEHMENS (UMSATZ), 2014



Natürgemäß betrifft die überwiegende Mehrheit der Insolvenzen Kleinunternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern bzw. Erlösen von unter EUR 0,5 Mio. Dass sich deren Anteil in den letzten Jahren sogar tendenziell vergrößert hat macht deutlich, dass bei insgesamt rückläufigen Insolvenzzahlen mittlere und größere Unternehmen stärker von den guten konjunkturellen und finanziellen Rahmenbedingungen profitieren. Dennoch ist der Anteil der Insolvenzen von Unternehmen mit Umsätzen von mehr als EUR 25,0 Mio. in den vergangenen Jahren nahezu stabil geblieben.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Unternehmenswert EUR 53,00 je Aktie - Buy

Angesichts der Frühphase im Unternehmenszyklus bewerten wir den Wert des Eigenkapitals der Solvesta AG anhand eines standardisierten dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Modells (Primärmethode), über ein Dividendendiskontierungsmodell sowie auf der Basis von marktabhängigen Peergroup-Multiplikatoren. Aus dem von uns präferierten DCF-Modell errechnet sich ein Kursziel von EUR 53,00 je Aktie. Mit einer von uns auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten erwarteten Kursperformance von 92,7% nehmen wir die Aktien der Solvesta AG mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf.

Von niedriger Basis aus startend wird Solvesta im Zeitraum 2016e-20e nach unserer Prognose eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 47,8% erzielen und den Umsatz auf EUR 350,5 Mio. verbessern. Ursächlich für dieses hohe Wachstum ist die sukzessive Erweiterung des Beteiligungsportefeuilles. Wir gehen ferner davon aus, dass Solvesta die angestrebte Profitabilität erreichen bzw. beibehalten wird, so dass das Umsatzwachstum auch mit einem vergleichbaren Anstieg der operativen Erträge verbunden sein sollte. Für die kommenden fünf Jahre, die unsere Detailplanungsphase markieren, rechnen wir daher mit einem Anstieg der operativen Erträge (EBIT) auf dann EUR 18,2 Mio. Im nachfolgenden Zehnjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2028e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des operativen Ergebnisses von 2,5% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,6%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einem Bear Case- bzw. einem Bull-Case-Szenario haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Damit ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals im Base-Case-Szenario von EUR 40,0 Mio. oder EUR 53,00 je Aktie. Aus dem Bear-Case-Szenario ermitteln wir einen Wert des Eigenkapitals von EUR 32,70 je Aktie, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 73,10 je Aktie.

Diesen inneren Wert aus dem DCF-Modell haben wir durch marktabhängige Bewertungsverfahren bestätigt. Nachdem wir fünf auf die Sanierung und Restrukturierung ausgerichtete Beteiligungsgesellschaften ausgewählt und eine Bewertung anhand des KGV-Multiples für die Geschäftsjahre 2017e und 2018e vorgenommen haben, ermitteln wir auf Basis unserer Ergebnisprognosen für Solvesta einen Wert des Eigenkapitals der Solvesta von EUR 45,40 (2017e) bzw. EUR 56,20 (2018e) je Aktie. Darüber hinaus haben wir mit der erwarteten Umsatzwachstumsrate eine zweite Bewertungskomponente ins Spiel gebracht, die für Solvesta nochmals höhere Kursziele versprechen würde. Damit ergibt sich nach unserer Einschätzung eine gute Schnittmenge der beiden Bewertungsverfahren.

In einem dritten Schritt bewerten wir Solvesta anhand der erwarteten Dividendenrendite. Dabei gehen wir davon aus, dass Solvesta in vier bis fünf Jahren einen eingeschwungenen Zustand erreichen wird, in dem sich Käufe und Verkäufe von Beteiligungsgesellschaften in etwa die Waage halten und Übernahmen nicht länger durch die Einwerbung externer Mittel finanziert werden müssen. Legen wir für Solvesta eine aus der Peergroup abgeleitete Dividendenrendite von 2,9% an, errechnen sich Werte des Eigenkapitals zwischen EUR 49,00 (Worst-Case-Szenario) und EUR 115,20 (Best-Case-Szenario) je Aktie.

Unser Hauptbewertungsverfahren für Solvesta ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Solvesta ist ein Unternehmen, das in der Frühphase seiner unternehmerischen Entwicklung steht. Gleichzeitig entsteht zukünftiges Wachstum zum überwiegenden Teil aus dem Aufbau eines Bestands an Portfoliounternehmen; das organische Wachstum der Beteiligungsgesellschaften veranschlagen wir auf 5% pro Jahr. Die Prognose der Finanzkennzahlen ist demzufolge mit erheblichen Unsicherheiten verbunden.

Neben der Finanzierung der Kaufpreise ergibt sich ein erheblicher Mittelabfluss aus dem Aufbau von Working Capital. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien von Solvesta (Primärmethode).

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

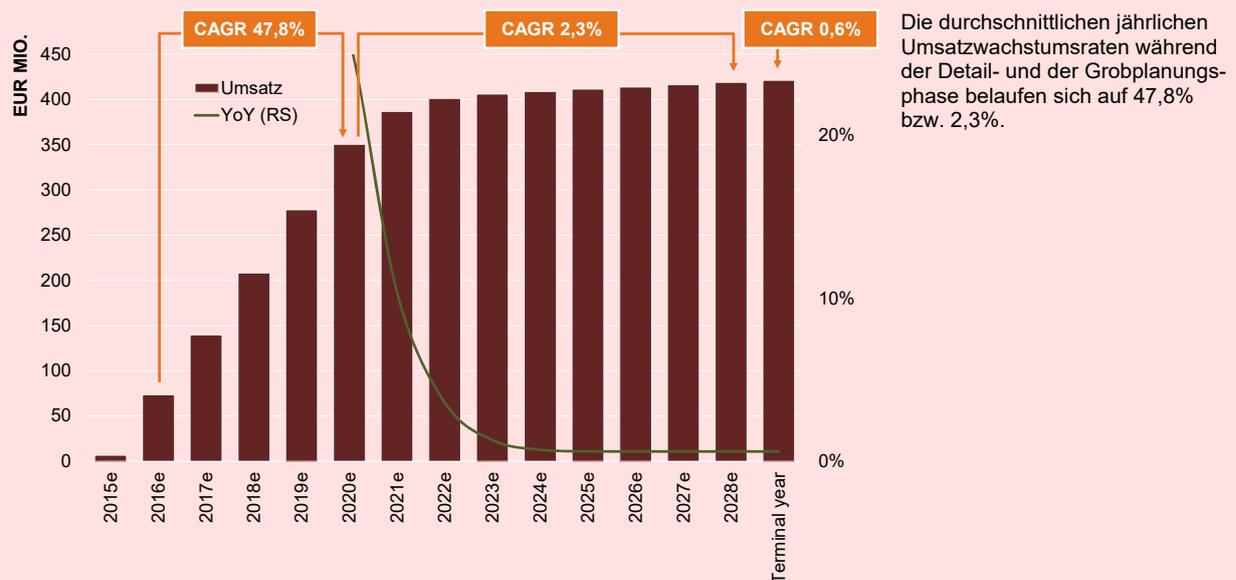
Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2020e zugrunde und erwarten, beginnend auf niedrigem Niveau, durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2016e-20e in Höhe von 47,8%.

Bis 2020e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflowplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2028e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

- ☉ In der anschließenden **Phase 2** (achtjährige Grobplanungsphase), die 2028e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 2,3% 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 Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

- ☉ dass die **EBIT-Margen** während der Grobplanungsphase etwa auf dem Niveau des Jahres 2020e stagnieren und in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 5,0% liegen;
- ☉ eine ab 2021e deutlich rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, da wir davon ausgehen, dass Solvesta ab 2020e in einen Steady-State eintreten wird, in dem die Abgänge aus dem Verkauf den Zugängen aus dem Erwerb von Beteiligungen entsprechen;
- ☉ dass sich ab diesem Zeitpunkt der **Grenzsteuersatz** auf etwa 10% einpendeln wird. Grund hierfür ist, dass gemäß § 8b Körperschaftsteuergesetz (KStG), der die steuerliche Behandlung der Erträge von Körperschaften aus Beteiligungen an anderen Körperschaften (Bezüge und Veräußerungsgewinne) und der mit diesen Erträgen zusammenhängenden Aufwendungen und Gewinnminderungen regelt, Doppelbelastungen auf Körperschaftsebene in Beteiligungsketten dadurch vermieden werden, dass es bei einer einmaligen Körperschaftsteuerbelastung bleibt, bis der Gewinn die Ebene der Körperschaft verlässt und an eine natürliche Person ausgeschüttet wird. Zu diesem Zweck sind mit Ausnahme eines Pauschalbetrags in Höhe von 5% der Beteiligungserträge und Veräußerungsgewinne sämtliche Erträge, die einer Kapitalgesellschaft aus der Beteiligung an einer anderen Kapitalgesellschaft zufließen, steuerfrei. Dieser Pauschalbetrag wird dem zu versteuernden Einkommen der beteiligten Kapitalgesellschaft steuererhöhend hinzugerechnet und ist dementsprechend mit dem Grenzsteuersatz des Unternehmens zu versteuern. Da wir davon ausgehen, dass Erträge aus dem

Verkauf von Unternehmensbeteiligungen ab 2020e den Großteil der Konzern Erlöse ausmachen werden, ist in den Jahren danach eine niedrige Steuerquote von etwa 10% zu erwarten.

- ☉ ein Fundamental-beta von 1,4, das sich bei der Solvesta AG in Ermangelung von aussagekräftigen Börsenkursen aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,10
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,20
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	1,40

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 3,7% pro Jahr, der ein von uns für Solvesta abgeleitetes synthetisches Rating von B zugrunde liegt;

TABELLE 2: WACC (2016E)

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		14,0%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,40
Erwartete Risikoprämie (geometrischer Mittelwert)	%	9,6%
Small Cap-Prämie	%	2,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	30,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	4,8%
Kosten der Verschuldung		11,2%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	8,0%
Grenzsteuersatz	%	-30,0%
Zielkapitalstruktur	%	70,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	7,8%
WACC basierend auf Marktwerten	%	12,6%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ☉ dass die von Solvesta in 2016e 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 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 9,6% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Cap-Aufschlag von 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer (aus dem erwarteten Börsenumsatz ab-

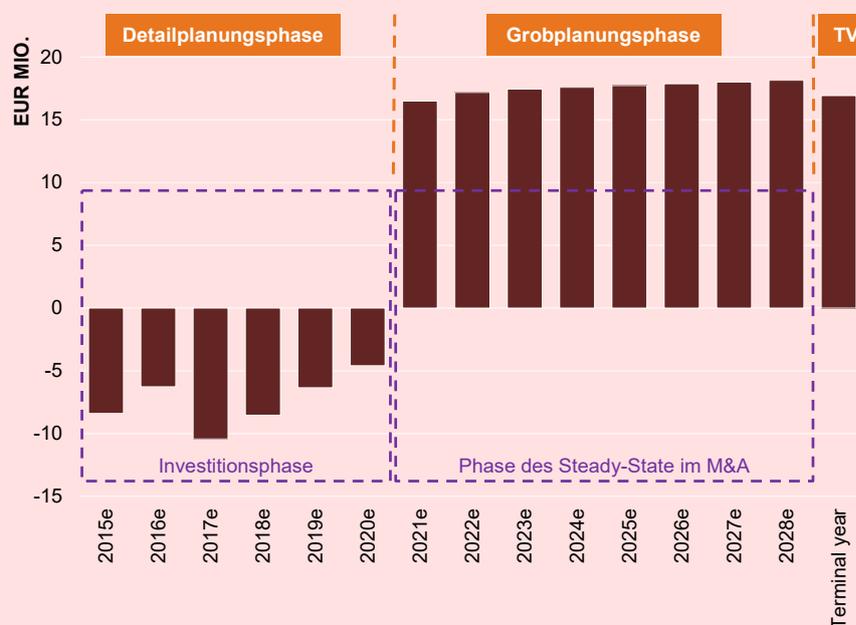
geleiteten) Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem von uns ermittelten synthetischen Unternehmens-Rating von B sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 8,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Solvesta eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 30%/70% anstrebt;

- Ⓢ 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 Jahre der Detailplanungsphase, in der wir aufgrund der hohen Investitionen in Sachanlagen und Beteiligungen erhebliche negative Free Cashflows erwarten.
- Ⓢ dass Solvesta in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von 12,6% (2020e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

Dynamische Entwicklung der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2015e bis 2028e. Erkennbar ist, wie die Anfangs- oder Detailplanungsphase von den erheblichen Investitionen in den Aufbau des Beteiligungsportefolles belastet sein wird, was durchgängig negative Free Cashflows zur Folge haben sollte. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir demgegenüber einen eingeschwungenen Zustand modelliert, in dem sich Beteiligungskäufe- und -verkäufe die Waage halten. Im Terminal Value schließlich modellieren wir aufgrund des dann unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen leichten Rückgang der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes darstellt.

ABBILDUNG 2: FREIE CASHFLOWS TO THE FIRM (FCFF)



Während der Detailplanungsphase der Jahre 2015e bis 2020e haben wir erhebliche Investitionen in den Aufbau des Beteiligungsportefolles modelliert, was durchgängig negative Cashflows zur Folge hat. Während der anschließenden Grobplanungsphase gehen wir davon aus, dass sich Beteiligungskäufe und -verkäufe die Waage halten.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 53,00 je Aktie

Der Enterprise Value der Solvesta liegt in unserem Modell bei EUR 39,9 Mio. Aus diesem werden etwa 123,1% über den Terminal Value abgeleitet, 125,9%

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 53,00 je Aktie.

bzw. -149,0% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Der negative Wert des Eigenkapitals während der Detailplanungsphase (von EUR -59,4 Mio.) ergibt sich aufgrund der hohen Abflüsse aus dem Aufbau des Portefeuillebestands, insbesondere aus den bezahlten Kaufpreisen und der Finanzierung des erforderlichen Working Capital. Angesichts einer vernachlässigbaren Bruttoverschuldung (bzw. Nettofinanzposition) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 40,0 Mio. bzw. (bei aktuell 755.000 Stück Aktien) EUR 53,00 je Aktie.

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-59,4
in % des Gesamtwertes	%	-149,0%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	50,2
in % des Gesamtwertes	%	125,9%
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	49,1
in % des Gesamtwertes	%	123,1%
Summe der Barwerte (Enterprise Value)	EUR Mio.	39,9
Finanzschulden zum aktuellen Zeitpunkt	EUR Mio.	0,0
Cash zum aktuellen Zeitpunkt	EUR Mio.	0,1
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	40,0
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	755
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	53,00

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- ⊖ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario verringern wir die Terminal Value-EBIT-Marge von angenommenen 5,0% um 150 Basispunkte auf 3,5% und das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,3% von 0,6%. Damit unterstellen wir, dass der Aufbau des Beteiligungsportefeuilles nicht in der erwarteten Geschwindigkeit gelingt und nicht die erwartete Profitabilität erreicht. In diesem Bear-Case-Szenario würde der Wert des Eigenkapitals von Solvesta um EUR -20,30 auf EUR 32,70 je Aktie zurückgehen.
- ⊕ **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben, indem etwa das Geschäftsmodell langfristig ins Ausland „kopiert“ wird. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 0,9% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 6,5% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir den Wert des Eigenkapitals um EUR 20,10 auf EUR 73,10 je Aktie anheben.

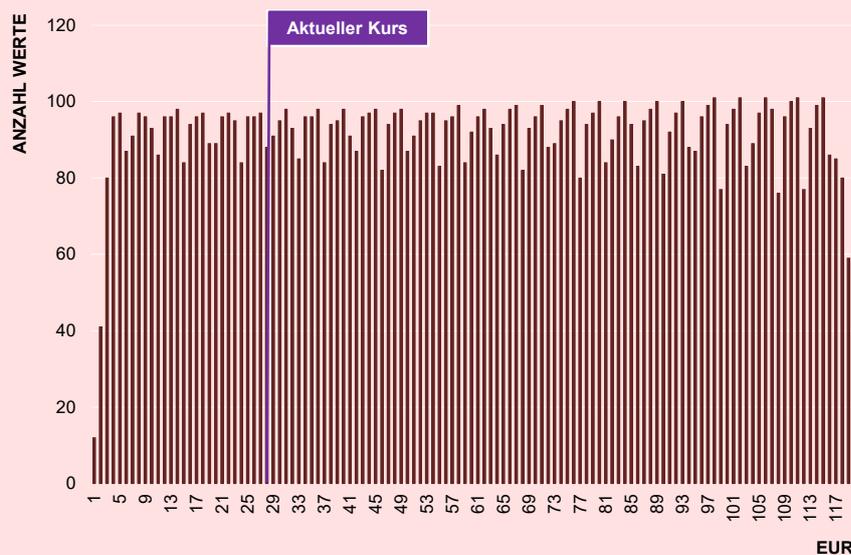
Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall einen Wert des Eigenkapitals von EUR 32,70 und im optimistischen Fall von EUR 73,10 je Aktie.

Erweiterte Szenarioanalyse

In der nachfolgenden Abbildung 3 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge, jeweils in der Phase des Terminal Value, noch weiter ausgedehnt und insgesamt rund 11.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet.

Insgesamt zeigt sich, dass auch Equity Values von unter EUR 10,00 bzw. über EUR 100,00 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value erreicht werden können:

ABBILDUNG 3: ERWEITERTE SZENARIOANALYSE



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrunde liegenden Prämissen. Insbesondere bei den Diskontierungssätzen (hier vor allem das beta von 1,4) könnten sich in den kommenden Monaten Werte einstellen, die für die Unternehmensbewertung zu tendenziell günstigeren Ergebnissen führen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Neben einem intrinsischen DCF-Modell (Primärmethode) bewerten wir die Aktien von Solvesta anhand von Marktmultiplikatoren einer Peergroup aus börsennotierten Beteiligungsgesellschaften, die sich auf die Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen fokussiert haben (Sekundärmethode). Auf Basis der Consensus-Schätzungen 2016e und 2017e für die Peergroup sowie unserer eigenen Prognosen für Solvesta ergeben sich bei Verwendung des von uns präferierten KGVs Werte des Eigenkapitals in Höhe von EUR 45,40 bzw. (2017e) EUR 56,20 (2018e) je Aktie. Sollten unsere Prognosen eintreten, können damit die Ergebnisse aus dem langfristig angelegten DCF-Modell bestätigt werden.

Neben einem DCF-Modell bietet es sich an, Solvesta mit anderen Beteiligungsgesellschaften zu vergleichen

Neben einem DCF-Modell, über das der intrinsische Wert eines Unternehmens bestimmt wird, bietet es sich an, Solvesta anhand einer Peergroup börsennotierter Beteiligungsgesellschaften zu bewerten, um daraus eine adäquate Marktbeurteilung des Unternehmens zu ermitteln. Die Voraussetzungen, in die Peergroup aufgenommen zu werden, ergeben sich folglich primär aus der Industriespezifikation. Dabei beschränken wir uns auf jene Beteiligungsgesellschaften, die sich auf die Sanierung und Restrukturierung der Targets fokussiert haben. Überdies haben wir ausschließlich deutsche Unternehmen in die Peergroup aufgenommen.

Sekundärmethode Peergroup-Multiples

Geschäftsmodelle der Peergroup

Die Marktkapitalisierung der von uns ausgewählten Unternehmen liegt zwischen EUR 21,2 Mio. und EUR 1.441,4 Mio. und mit Ausnahme von Blue Cap deutlich über dem aktuellen Unternehmenswert von Solvesta.

Die von uns in die Peergroup aufgenommenen Unternehmen sind im Einzelnen auf folgende Bereiche fokussiert:

- ⑤ **Aurelius**, das sich selbst als „Good Home“ für seine Tochterunternehmen versteht, ist mit über 60 Übernahmen die führende Turnaround-Holding in Deutschland. Bevorzugt werden Konzernabspaltungen und mittelständische Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Profitabilität, sofern diese Restrukturierungsbedarf und Synergiepotenziale mit bestehenden Beteiligungen aufweisen. Dabei agiert Aurelius auf europäischer Ebene.
- ⑤ **Bavaria Industries** ist eine industrielle Holding, die bevorzugt jene Randaktivitäten von Unternehmen übernimmt, die eigenständig geführt mehr Entwicklungspotenziale bieten. Dabei beschränkt sich Bavaria Industries auf

Unternehmen, die zumindest am Break-even-Punkt stehen.

- ⑤ **Blue Cap** ist eine Industrieholding, die ausschließlich in mittelständische, produzierende Unternehmen investiert. Beteiligungen sind in der Regel gut positionierte Nischenanbieter und/oder Weltmarktführer in einer Sondersituation, die durch eine Restrukturierung behoben werden kann.
- ⑤ Hervorgegangen aus der ehemaligen Messerschmitt-Bölkow-Blohm investiert **MBB** heute bevorzugt in mittelständische Unternehmen aus Unternehmensnachfolgen und Konzernabspaltungen ab einer Umsatzgröße von EUR 20 Mio. im deutschsprachigen Raum.
- ⑤ **mutares** übernimmt Unternehmen in Umbruchsituationen, bevorzugt in Deutschland und Frankreich. Die übernommenen Gesellschaften werden von den bisherigen Eigentümern aufgrund ihrer Ertragsschwäche nicht länger als Core-Holding eingestuft und daher meist unter ihrem Buchwert an mutares verkauft.

TABELLE 4: KURSDATEN DER PEERGROUP

		Kurs	Anzahl Aktien (Mio.)	Marktkap. (Mio.)
Aurelius	EUR	45,50	31,7	1.441,4
Bavaria Industries	EUR	44,00	3,6	247,0
Blue Cap	EUR	5,90	6,6	21,2
MBB	EUR	27,50	14,0	181,5
mutares	EUR	15,98	5,6	223,7

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Bei einem Vergleich deutscher Peers präferieren wir grundsätzlich Equity-basierte Kennzahlen den EV-basierten Multiples

Grundsätzlich sind die Geschäftsmodelle von auf die Sanierung ausgerichteten Beteiligungsgesellschaften weniger kapitalintensiv als die von klassischen Private Equity-Häusern. Infolge des ebenfalls geringeren Leverage bietet sich bei einer rein deutschen Peergroup die Verwendung Equity-basierter Multiplikatoren wie des KGVs an.

Die Bandbreite der Bewertungskennzahlen ist relativ eng gestreut. Aus nachstehender Tabelle 5 wird deutlich, dass die KGV-Multiples auf Basis der Consensus-Schätzungen 2017e in der Bandbreite 5,4x und 12,5x liegen. Wählen wir zur Ausschaltung von Extremwerten den Median als das relevante Zentralmaß, ergibt sich auf Basis der Consensus-Schätzungen 2017e bzw. 2018e eine Bewertung von 8,5x bzw. 6,7x.

Die daraus abzuleitenden Eigenkapitalwerte für Solvesta liegen bei EUR 45,40 (2017e) bzw. EUR 56,20 (2018e).

Wir sehen im KGV die relevante Bewertungskennzahl für Beteiligungsgesellschaften. Nachfolgende Tabelle 5 zeigt die aus den aktuellen Börsenkursen abgeleiteten KGV-Multiples der Peergroup von Solvesta für die Jahre 2016e und 2017e.

TABELLE 5: PEERGROUP-BEWERTUNG IM ÜBERBLICK

	KGV (x)		
	2016e	2017e	2018e
Aurelius	7,0x	6,7x	5,4x
Bavaria Industries	11,4x	9,4x	6,7x
Blue Cap	11,0x	8,5x	7,1x
MBB	5,9x	5,4x	4,9x
mutares	14,5x	12,5x	11,5x
Median	11,0x	8,5x	6,7x

QUELLE: SPHENE CAPITAL

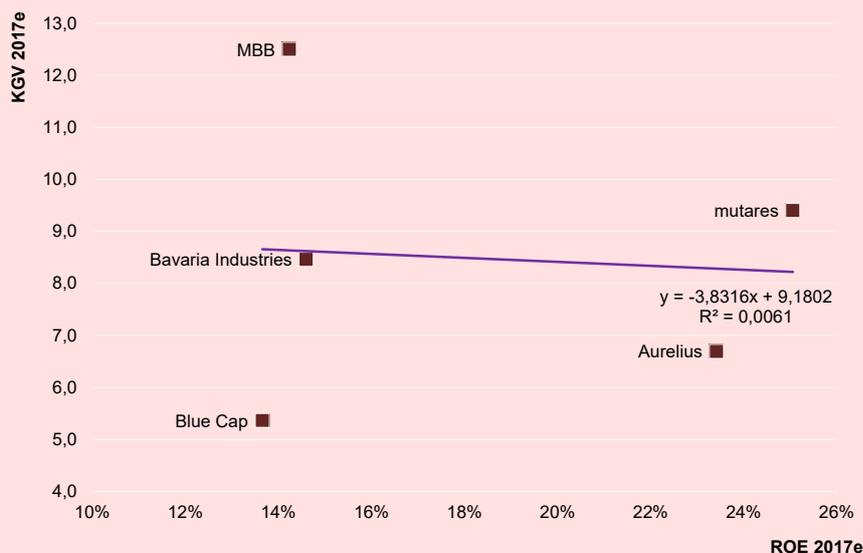
Verbesserte Aussagekraft durch zweidimensionale Betrachtung

Zur Verbesserung der Aussagekraft des Bewertungsverfahrens kann es sinnvoll sein, wenn wir einen weiteren Bewertungsparameter berücksichtigen, der über

die rein bewertungs-basierte (Multiple-) Einschätzung von Beteiligungsgesellschaften hinausgeht. Als ein solcher Bewertungsparameter könnte die Umsatzwachstumsrate herangezogen werden, wenn nämlich davon ausgegangen wird, dass langfristig diejenigen Unternehmen die höchste Wertschöpfung aufweisen werden, die in einem limitierten Markt den besten Zugang zum Beteiligungsmarkt haben.

Daher haben wir die erwartete Umsatzwachstumsrate 2013-17e („what you pay“) ins Verhältnis zum KGV 2017e („what you get“) gesetzt und erhalten nachstehenden Zusammenhang (vgl. Abbildung 4).

ABBILDUNG 4: PEERGROUP-BEWERTUNG ANHAND KGV UND UMSATZWACHSTUM



Der Zusammenhang zwischen Umsatzwachstum und Bewertung der Aktie ist mit einem Korrelationskoeffizienten von 0,06 statistisch kaum relevant. Das von uns für Solvesta in 2017e erwartete Umsatzwachstum liegt deutlich über dem der Peergroup, was eine Prämie gegenüber der Peergroup rechtfertigen würde.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Schließlich bewerten wir die Aktien von Solvesta anhand eines Dividendendiskontierungsmodells. Dabei gehen wir davon aus, dass Solvesta in vier bis fünf Jahren einen eingeschwungenen Zustand erreichen wird, in dem sich Käufe und Verkäufe von Beteiligungsgesellschaften in etwa die Waage halten und Übernahmen nicht länger durch die Einwerbung externer Mittel finanziert werden müssen. Daraus errechnen sich Werte des Eigenkapitals in Höhe von EUR 49,00 bzw. EUR 115,20 je Aktie.

Erreichung eines eingeschwungenen Zustands

Solvesta geht davon aus, dass nach vier bis fünf Jahren ein Zustand erreicht werden kann, in dem weitere Übernahmen nicht mehr über externe Mittel finanziert werden müssen, sondern über den Cashflow der (nach der Sanierung durch den Insolvenzverwalter grundsätzlich) profitablen Gesellschaften und durch die aus deren Verkauf erzielbaren Erlöse.

Beginn der Dividendenausschüttung in 2020e

Wir unterstellen, dass Solvesta in vier bis fünf Jahren ein Unternehmen mit 12-15 Beteiligungen ist, von denen jährlich vier verkauft werden können. Damit errechnen sich bei unterstellten EBIT-Multiples von 5x bzw. 6x jährliche Erlöse aus dem Beteiligungsverkauf in Höhe von EUR 16 bzw. 30 Mio. Ferner haben wir ein Investitionsbudget zwischen EUR 0,75 Mio. (entsprechend der unternehmenseigenen Vorgabe) und EUR 1,0 Mio. (entsprechend einem Worst-Case-Szenario) sowie einen Overhead von EUR 1 Mio. angenommen, so dass sich für das Jahr 2020e ein ausschüttungsfähiger Gewinn von EUR 11-26 Mio. errechnet.

TABELLE 6: GROBPLANUNG DER DIVIDENDENAUSCHÜTTUNG, BASIS 2020E

		Untergrenze	Obergrenze
Anzahl Exits pro Jahr		4	4
Umsatz je Exit-Gesellschaft	EUR Mio.	20,0	25,0
Umsatz aller Exit-Gesellschaften	EUR Mio.	80,0	100,0
EBIT-Marge	%	4,0%	5,0%
EBIT	EUR Mio.	3,2	5,0
Erzieltes EBIT-Verkaufsmultiple	X	5x	6x
Verkaufserlöse	EUR Mio.	16,0	30,0
Kosten des Overhead	EUR Mio.	-1,0	-1,0
Auszahlungen für Unternehmenserwerbe pro Unternehmen	EUR Mio.	-1,0	-0,75
Auszahlungen für Unternehmenserwerbe	EUR Mio.	-4,0	-3,0
Ausschüttungsfähiger Gewinn	EUR Mio.	11,0	26,0

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Ausschüttungsquote und Dividendenrendite der Peergroup

Zur Bestimmung des Kursziels ist die Kenntnis der Dividendenrendite und der Ausschüttungsquote der Peergroup erforderlich. Aus nachstehender Tabelle 7 wird ersichtlich, dass vom Kapitalmarkt auf Basis der aktuellen Gewinnsschätzungen bei einer durchschnittlichen Ausschüttungsquote von 20,0% eine Dividendenrendite von 2,5% (Median) gefordert wird.

TABELLE 7: DIVIDENDENRENDITEN DER PEERGROUP 2016E

	Dividendenrendite (%)	Ausschüttungsquote (%)
Aurelius	2,9%	20,0%
mutares	2,5%	28,6%
Bavaria Industries	0,0%	0,0%
Blue Cap	0,0%	0,0%
MBB	2,5%	36,8%
Median	2,5%	20,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wert des Eigenkapitals für Solvesta von EUR 49,00 bzw. EUR 115,20

Wir gehen davon aus, dass für Solvesta zu Beginn nur eine durchschnittliche Ausschüttungsquote gefordert wird, orientieren uns jedoch bei der geforderten Dividendenrendite an der Obergrenze der Peergroup. von 2,9%. Somit ergibt sich für das Jahr 2020e ein Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 77,0 Mio. (Untergrenze) bzw. EUR 182,0 Mio. (Obergrenze).

Aus dem CAPM lassen sich Kosten des Eigenkapitals von 16,0% ableiten. Daraus errechnen wir einen Barwert des Eigenkapitals von EUR 37,0 Mio. (Untergrenze) bzw. EUR 87,0 Mio. (Obergrenze). Bezogen auf derzeit 755.000 Stück Aktien errechnet sich damit ein Wert je Aktie in Höhe von EUR 49,00 (Untergrenze) bzw. EUR 115,20 (Obergrenze).

TABELLE 8: GROBPLANUNG DER DIVIDENDENAUSCHÜTTUNG, BASIS 2020E

		Untergrenze	Obergrenze
Ausschüttungsfähiger Gewinn	EUR Mio.	11,0	26,0
Ausschüttungsquote	%	20,0%	20,0%
Geforderte Dividendenrendite	%	2,9%	2,9%
Wert des Eigenkapitals in 2020e	EUR Mio.	77,0	182,0
Kosten des Eigenkapitals	%	16,0%	16,0%
Anzahl Jahre		5	5
Barwert des Eigenkapitals	EUR Mio.	37,0	87,0
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	755	755
Barwert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	49,00	115,20

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Unser Modell errechnet einen IRR in Höhe von 58% bzw. 23%

Aus den beiden vorgestellten Dividendenszenarien lassen sich die unterstellten Internal Rate of Returns (IRR) berechnen. Unterstellen wir im Best-Case-Szenario anfängliche Investitionskosten von EUR 3 Mio. bzw. im Worst-Case-Szenario von EUR 4 Mio., so errechnen sich bei Zugrundlegung unterschiedlicher Wachstumsannahmen und Exit-Multiples Interne Verzinsungen von 58% (Best Case) bzw. 23% (Worst Case), wie nachstehendes vereinfachtes Modell zeigt.

TABELLE 9: BERECHNUNG DER IRR IM BEST CASE UND WORST CASE

Best Case		t=0	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5
Umsatz	EUR Mio.		25,0	26,3	27,6	28,9	30,4
YoY	%		n/a	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT	EUR Mio.		1,3	1,3	1,4	1,4	1,5
Exit-Erlöse	EUR Mio.						9,1
Cashflows	EUR Mio.	-3,0	1,3	1,3	1,4	1,4	10,6
IRR	%	58%					
Umsatz	EUR Mio.		20,0	20,6	21,2	21,9	22,5
YoY	%		n/a	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT	EUR Mio.		0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Exit-Erlöse	EUR Mio.						4,5
Cashflows	EUR Mio.	-4,0	0,8	0,8	0,8	0,9	5,4
IRR	%	23%					

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Zusammenfassung der Ergebnisse

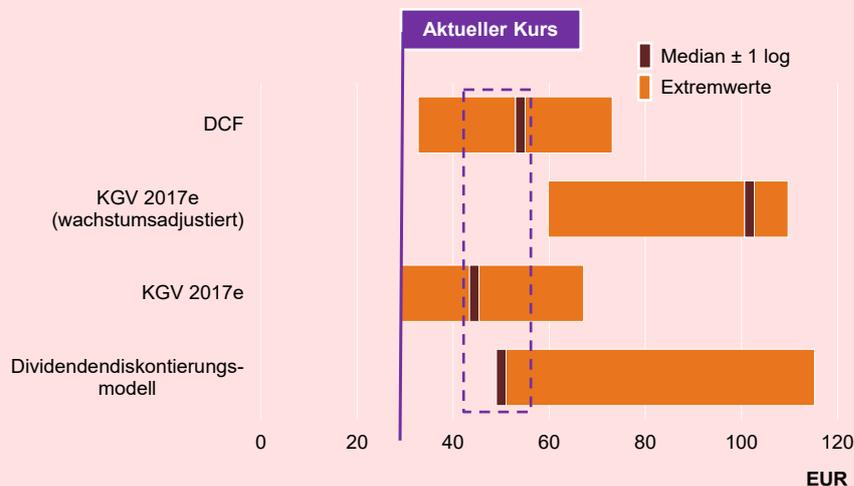
In nachstehender Abbildung 5 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir in der Peergroup-Bewertung die jeweiligen Minimum-, Durchschnitts- und Maximumwerte bzw. im DCF-Verfahren das Bear-, Base- und Bull-Case-Szenario dargestellt haben. Insgesamt ergeben sich aufgrund unserer konservativen DCF-Annahmen (die zum jetzigen Zeitpunkt des Unternehmenszyklus indes gerechtfertigt sind) und auf Basis der 2017er Peergroup-Schätzungen niedrigere Kursziele, als wenn Bewertungsmodelle verwendet werden, die einen eingeschwungenen Zustand verlangen.

Vor dem Hintergrund der Frühphase der Unternehmensentwicklung sehen wir in

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse zeigt, dass trotz der deutlichen Kurssteigerung der letzten Wochen langfristig deutlich höhere Kurse möglich sind.

einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik und sehen aktuell ein Kursziel von EUR 53,00 je Aktie (Base-Case-Szenario).

ABBILDUNG 5: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



Bedingt durch das frühe Stadium im Lebenszyklus des Unternehmens 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) von EUR 53,00 wäre Solvesta mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 10: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

X	Bewertung bei Erreichen des Kursziels von EUR 53,00		
	2016e	2017e	2018e
KGV	22,0x	9,9x	6,3x
EV/Umsatz	0,7x	0,5x	0,4x
EV/EBITDA	18,2x	9,9x	7,3x
KBV	5,3x	2,7x	1,6x

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, insbesondere über mögliche Ergebniseffekte aus der Übernahme von Helima und (3) Aussagen über die allgemeine Ertragslage deutscher Unternehmen, etwa von Creditreform oder der Deutschen Bundesbank. 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 Fundamental-beta angesetzt haben.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Risiken: (1) Hohe Bedeutung der Auswahl der Beteiligungen mit entsprechenden Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage; (2) geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aufgrund eines langfristigen Auswahlprozesses; (3) abgesehen von hohen Capex grundsätzlich niedrige Markteintrittsbarrieren in einem limitierten Markt; (4) hohe Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen im Vorstand.

Anders als andere Beteiligungsgesellschaften

Solvesta ist eine Beteiligungsgesellschaft, deren Vorstände und Unternehmensgründer langjährige Spezialkenntnisse im Erwerb und der Sanierung von Unternehmen in Insolvenz oder insolvenznahen Situationen aufweisen. Dieses in Deutschland bislang einzigartige Geschäftsmodell erfordert neben der Fähigkeit zu kreativen Problemlösungen insbesondere Spezialkenntnisse in den sensiblen Bereichen des Arbeits- und Insolvenzrechts sowie eine Organisation, die Transaktionen rasch und für den Insolvenzverwalter reibungslos abwickeln kann. Im Gegenzug erhält Solvesta eine unter dem Insolvenzrecht sanierte Gesellschaft, die in Verbindung mit der speziellen Deal-Intelligenz von Solvesta langfristig hohe Wertsteigerungspotenziale verspricht. Zukünftig sollen diese in den von Solvesta angestrebten mittelfristigen Beteiligungszeiträumen von bis zu fünf Jahren realisiert werden.

Spezialist für die Sanierung von (quasi-) insolventen Gesellschaften

Die 2014 gegründete Solvesta – der Firmenname ist eine Kombination aus dem lateinischen Wort *solvere* (erfüllen, aufheben, lösen) und *investieren* – 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

Anforderungen an potenzielle Übernahmekandidaten

Die Auswahl der Übernahmekandidaten erfolgt grundsätzlich opportunistisch, d. h. ohne Branchenschwerpunkt und unabhängig von der Entwicklungsphase des zu erwerbenden Unternehmens. Neben dem Vorliegen einer Insolvenz oder insolvenznahen Situation formuliert Solvesta lediglich zwei weitere Anforderungen an einen potenziellen Übernahmekandidaten, nämlich dass

Das Geschäftsmodell ist bislang auf Deutschland ausgerichtet. Mittelfristig kann sich das Management nach eigenen Aussagen auch eine Kopie des Geschäftsmodells auf andere Länder vorstellen.

- ⑤ der **Umsatz** im vergangenen und im laufenden Geschäftsjahr zwischen EUR 10 und 80 Mio. betragen hat, und dass
- ⑤ der **Hauptsitz** der Gesellschaft in Deutschland liegt, wobei Niederlassungen im Ausland als unproblematisch angesehen werden.

Angestrebt wird eine mindestens mehrheitliche, idealerweise vollständige Übernahme eines in seiner Branche etablierten, mittelständischen Unternehmens, so dass die Konsolidierungsfähigkeit sichergestellt ist. Nicht im Vordergrund der Übernahmeüberlegungen steht dagegen die Hebung von Synergien, auch wenn das Management eine Buy-and-Build-Strategie fallweise nicht ausschließen will.

Keine Branchenfokussierung

Bereits um den Regularien des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) zu genügen, existiert weder ein Branchenkonzept noch eine ausgearbeitete Diversifizierungsstrategie. Unbeschadet davon gibt es Branchen, an denen sich Solvesta nach eigenen Worten nicht oder nur in Ausnahmefällen beteiligen würde. Dazu zählen insbesondere Immobilienentwickler und Projektgesellschaften, aber auch Biotechnologie-, Finanzdienstleistungs- oder Internetunternehmen, bei denen die typischen, für einen Turnaround relevanten Industrie-Hebel nicht angesetzt werden können.

Besonderheiten von Insolvenzfällen

Solvesta nimmt für sich in Anspruch, Synonym für kreative Lösungen zu sein. Während selbst die auf Turnaround-Fälle spezialisierten Beteiligungsgesellschaften wie etwa Aurelius, mutares oder die Bavaria Industries Group bei Insolvenzen meist abwinken, kann der Erwerb aus der Insolvenz für einen darauf spezialisierten Investor wie Solvesta mit erheblichen Wertsteigerungen verbunden sein. Neben dem preisgünstigen Erwerb des notleidenden Unternehmens kann die übernehmende Partei insbesondere die Sanierungsmöglichkeiten des Insolvenzrechts nutzen, um strukturelle Defizite nachhaltig abzubauen: So erwirbt Solvesta in der Regel Gesellschaften, die in Zusammenarbeit mit dem Insolvenzverwalter unter dem Insolvenzrecht saniert wurden. Dabei wurden unter anderem

Für einen Käufer kann eine Insolvenz ein probates Mittel sein, um strukturelle Probleme eines Unternehmens zu lösen, deren Beseitigung in einem vorinsolvenzrechtlichen Status nur unter unverhältnismäßig hohem Aufwand möglich ist.

- Ⓢ Personalkapazitäten mit vergleichsweise geringen Abfindungszahlungen angepasst,
- Ⓢ wirtschaftlich nachteilige Verträge (z. B. aus der Anmietung von Gebäuden oder dem Leasing von technischen Anlagen) beendet,
- Ⓢ Altlasten wie Pensionsrückstellungen, anhängige Schadensersatzklagen oder gestundete Löhne und Sozialversicherungsbeiträge bereinigt und
- Ⓢ defizitäre Geschäftsbereiche, Betriebe oder Tochtergesellschaften liquidiert.

Im Gegenzug muss der Käufer eines Insolvenzunternehmens damit rechnen, dass durch die Insolvenz

- Ⓢ langlaufende Verträge etwa mit wichtigen Kunden oder Lieferanten im neuen Unternehmen nicht neu geschlossen werden,
- Ⓢ spezielle Genehmigungen oder Aufträge aus öffentlichen Ausschreibungen, die am Rechtsträger hängen, durch dessen Insolvenz nicht übernommen und
- Ⓢ zumindest in der Anfangsphase nur noch Kleinaufträge erteilt oder Serviceleistungen nachgefragt werden.
- Ⓢ Überdies erfolgt der Erwerb nach dem Motto „gekauft, wie gesehen“, was einen umfangreichen Sach- und Rechtsmängelgewährleistungsausschluss zur Folge hat.

Zwei Alleinstellungsmerkmale von Solvesta

Neben der geringen Wettbewerbsintensität gibt es aus unserer Sicht zwei weitere Kriterien dafür, dass Solvesta den Zuschlag für die Übernahme einer Gesellschaft erhält:

- Ⓢ Die **Geschwindigkeit**, mit der Solvesta eine Gesellschaft übernimmt: Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der Insolvenzverwalter ohne größere Haftungsrisiken einzugehen, maximal den Zeitraum der Gewährung von Insolvenzgeld (das maximal drei Monate gewährt wird) zur Verfügung hat, um einen Käufer zu finden. Da in einem eröffneten Insolvenzverfahren vollkostendeckend gearbeitet werden muss, verringert sich mit jedem Monat, den eine Gesellschaft nicht länger von einem Insolvenzverwalter geführt werden muss, der Verlust, der zu Lasten der Insolvenzmasse geht und für den der Insolvenzverwalter persönlich haftet. Je früher ein Käufer ein Target also übernimmt, desto geringer ist die Gefahr einer persönlichen (zivilrechtlichen) Haftung des Insolvenzverwalters für Schäden, die nach Ablauf dieser Frist entstehen. Daher ist es das Ziel von Solvesta, die Zeitspanne zwischen Erstkontakt und Vertragsunterschrift unter sechs bis acht Wochen zu halten. Die konsequent gelebte Philosophie, einen Erwerb nach pragmatischer Entscheidung im zweiköpfigen Vorstand mit langjähriger Erfahrung beschleunigt durchzuführen, bildet nach unserer Einschätzung sowohl einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den mit der spezifischen Insolvenzsituation unerfahrenen Investoren, als auch gegenüber ausländischen Investoren, die in der Regel einen ungleich zeitaufwendigeren Due Diligence-Prozess durchlaufen müssen.
- Ⓢ Die reibungslose **Abwicklung** einer Übernahme und die Transaktionssicherheit des Vollzugs einer Übernahme: Die Reputation einer Beteiligungsgesellschaft ist ein wesentlicher Aktivposten in der Akquisition weiterer Gesellschaften. Dies gilt umso mehr im sensiblen Bereich der Übernahmen aus einer Insolvenz heraus – insbesondere in Bezug auf eine mögliche zivilrechtliche Haftung des Insolvenzverwalters (siehe hierzu auch nachstehendes Kapitel „Insolvenzen in Deutschland“).

Geschwindigkeit und reibungslose Abwicklung sind die beiden Gründe, weswegen Insolvenzverwalter mit Spezialisten wie Solvesta zusammenarbeiten.

Sanierung durch den Insolvenzverwalter

Für den erfolgreichen Erwerb eines Unternehmens aus der Insolvenz ist die Kenntnis der Abläufe eines Insolvenzverfahrens und der Interessenlage des Insolvenzverwalters von entscheidender Bedeutung. Übergeordnetes Ziel eines Insolvenzverfahrens (§ 1 InsO) ist die gemeinschaftliche Befriedigung der Gläubiger. Erreicht wird diese

Geregelt wird der Ablauf eines Insolvenzverfahrens in der Insolvenzordnung (InsO).

- Ⓢ entweder über eine auf die gemeinschaftliche (quotale) Befriedigung aller Gläubiger gerichtete Verwertung des Unternehmensvermögens durch eine

Zerschlagung bzw. **Liquidierung des Unternehmens** im Regelinsolvenzverfahren,

- Ⓢ oder durch den **Erhalt des Unternehmens** und dessen Sanierung, entweder im Wege einer übertragenden Sanierung außerhalb eines Insolvenzplanverfahrens oder im Wege eines Insolvenzplanverfahrens.

In einem Insolvenzverfahren fallen dem Insolvenzverwalter bestimmte Sonderrechte zu, die eine Sanierung der Gesellschaft erleichtern sollen.

- Ⓢ **Vorteile durch Insolvenzgeld:** Der wichtigste Vorteil einer Sanierung im Insolvenzverfahren liegt in der besonderen Behandlung von Arbeitsverhältnissen. Zum einen haben die Arbeitnehmer Anspruch auf Insolvenzgeld, das von der Bundesagentur für Arbeit über einen Zeitraum von drei Monaten in Höhe des Nettoarbeitsentgelts allen Arbeitnehmern zusammen mit den Sozialversicherungsbeiträgen ausbezahlt wird. Dadurch wird das insolvente Unternehmen zunächst von den Personalaufwendungen entlastet.
- Ⓢ **Vorteile beim Mitarbeiterabbau:** Zum anderen ergeben sich erhebliche Vorteile bei Personalanpassungen: Zwar besteht in der Insolvenz kein außerordentliches Kündigungsrecht, so dass Arbeitsverhältnisse ordentlich, das heißt aus betriebsbedingten Gründen gekündigt werden müssen. Allerdings liegt die maximale Kündigungsfrist für Mitarbeiter im Insolvenzplanverfahren bei drei Monaten. Gleichzeitig ist das Sozialplanvolumen auf 2,5 Brutomonatsgehälter je Mitarbeiter gedeckelt, sofern die Summe dieser Beträge nicht ein Drittel der Insolvenzmasse übersteigt. Nach Durchführung des Personalabbaus verbleiben also mindestens zwei Drittel der freien Masse beim Insolvenzverwalter.
- Ⓢ **Vorteile aus der Einsparung von Betriebsausgaben:** Ein weiterer Vorteil der Sanierung im Insolvenzverfahren liegt in der Einsparung von Betriebsausgaben, da dem Insolvenzverwalter ein Sonderkündigungsrecht für langfristige Verträge zusteht, sofern diese der Insolvenzmasse schaden. Zahlungen, die für eine Unternehmensfortführung nicht erforderlich sind, beispielsweise anteilige Mietzahlungen, Steuern, Zinsen und Tilgungen, können überdies deutlich eingeschränkt werden.
- Ⓢ **Vorteile aus der Vermeidung von Zwangsvollstreckungen:** Nicht zu unterschätzen ist, dass durch den Insolvenzantrag Zwangsvollstreckungen einzelner Gläubiger im Zuge einer sogenannten Sicherungsmaßnahme eingestellt oder generell verboten werden. Ebenfalls entscheidend für den Erfolg einer Sanierung ist es, dass aus- und absonderungsberechtigte Gläubiger mit Sicherungsrechten an ihren Forderungen dem Unternehmen Vermögensgegenstände, die für dessen Fortführung von großer Bedeutung sind, nicht entziehen können.

Share Deal oder Asset Deal?

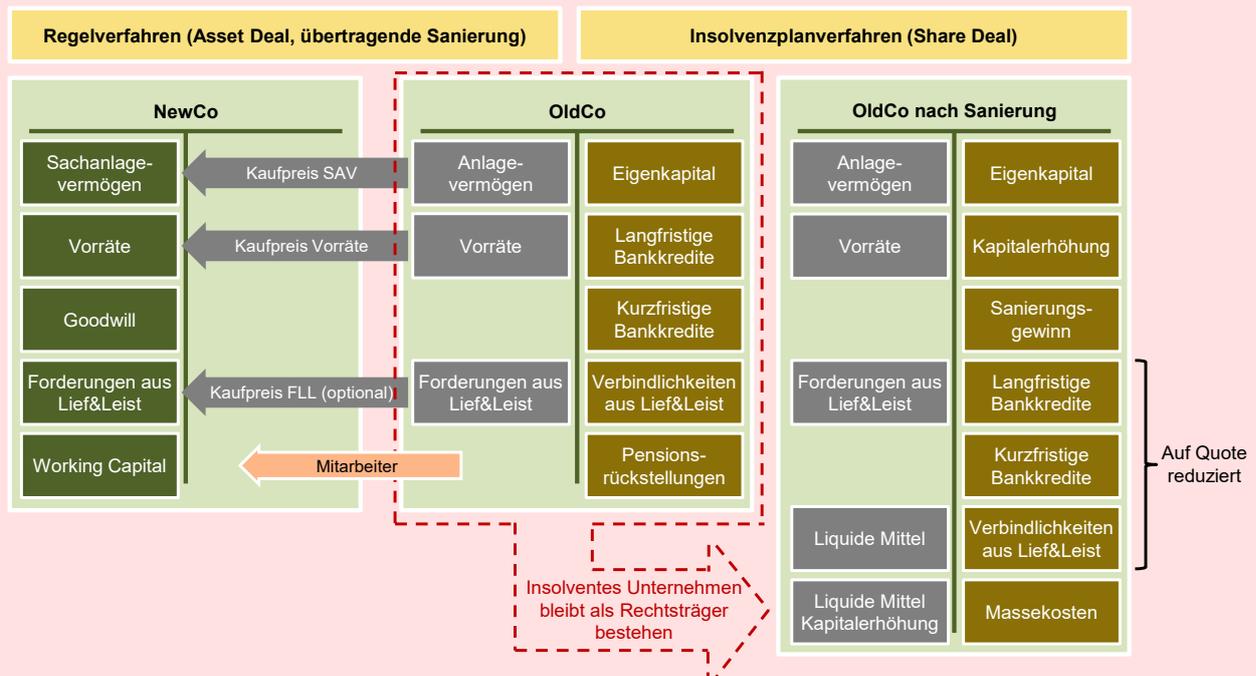
Der Erwerb von krisengeschüttelten Unternehmen im Rahmen eines Asset Deals vor einer Insolvenz birgt ein erhebliches Risiko, da, wenn es im Nachgang des Asset Deals zu einer Insolvenz des verkaufenden Unternehmens kommt, dessen Insolvenzverwalter den Asset Deal anfechten kann. Dies birgt ein erhebliches Risiko für den Erwerber, da dieser naturgemäß keinen Einfluss auf das Verkäuferunternehmen hat.

Zur Vermeidung von Anfechtungen seitens des Insolvenzverwalters übernimmt Solvesta Gesellschaften nur im Wege des Share Deals. Dabei kommt ...

Wird ein von der Insolvenz bedrohtes Unternehmen im Rahmen eines Share Deals erworben, ist das Risiko für den Erwerber geringer, wenn er **(1)** das Insolvenzrisiko im Rahmen der Due Diligence erkannt und richtig eingepreist hat, und er **(2)** diese Risiken durch entsprechende Maßnahmen beseitigen kann. Der Share Deal hat zudem für Unternehmen wie Solvesta, die auf Insolvenzsituationen spezialisiert sind, den Charme, das erworbene Unternehmen durch ein selbstgesteuertes Insolvenzplanverfahren („ESUG-Verfahren“, benannt nach dem Gesetz zur Erleichterung von Unternehmenssanierungen, weitere Ausführungen siehe unten Kapitel „Insolvenzen in Deutschland“) im Rahmen der insolvenzrechtlichen Möglichkeiten selbst zu sanieren. Ist das zu verkaufende Unternehmen bereits in der Insolvenz, kommt im Rahmen des Regelverfahrens, in dem ein starker Insolvenzverwalter bestellt wird, nur ein Asset Deal in Betracht. Die seltene Ausnahme hiervon ist ein Insolvenzplanverfahren, das durch den starken Insolvenzverwalter durchgeführt wird, wodurch ein saniertes Unternehmen durch Share Deal übernommen werden kann. Der Share Deal in einem

Insolvenzverfahren wird meist dann angewandt, wenn das Insolvenzverfahren den Regelungen des ESUG unterliegt. Dann ist der vom Sachwalter unterstützte Insolvenzplan der Ausfluss des Verfahrens, wodurch der Rechtsträger saniert und risikolos dessen Anteile erworben werden können. Mit den Alternativen vorinsolvenzlicher Share Deal mit angeschlossenem ESUG-Verfahren, Asset Deal aus der Regelinsolvenz und Share Deal im Rahmen eines ESUG-Verfahrens hat sich Solvesta auf die in diesem Krisenumfeld risikoärmsten Transaktionsvarianten spezialisiert.

ABBILDUNG 6: ASSET VS. SHARE DEAL



QUELLE: LINCOLN INTERNATIONAL, SPHENE CAPITAL

Besondere Deal-Intelligenz in der Strukturierung nach einer Übernahme

Neben der Sanierung durch den Insolvenzverwalter, wodurch Solvesta nach der Übernahme eine grundsätzlich profitable Gesellschaft vorfindet, werden nach der Übernahme jene Vermögenswerte, für die Sicherheiten bestellt wurden, in eine separate Property Company (die sogenannte „PropCo“) ausgegliedert. Die operativen Vermögenswerte sind dagegen in einer Operating Company (die sogenannte „OpCo“) angesiedelt.

In der PropCo sind sämtliche besicherungsfähige Vermögenswerte – allen voran die Betriebsimmobilien und Maschinen, die bei vielen Insolvenzen ohnehin die mit Abstand bedeutendsten Vermögensgegenstände darstellen – sowie die auf ihnen basierenden Verbindlichkeiten enthalten, während in die OpCo die für den Betrieb notwendigen Vermögenswerte – vor allem Vorratsvermögen – integriert werden. Die OpCo mietet anschließend sämtliche Assets von der PropCo, wobei die Miethöhe im Idealfall den Zins- und Tilgungszahlungen der PropCo entspricht.

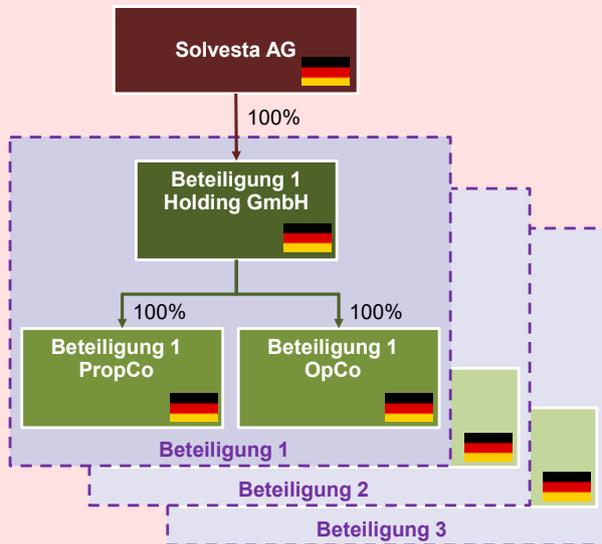
Letztlich erhält Solvesta in der OpCo als Gegenleistung für den bezahlten Kaufpreis (1) eine zum Kaufzeitpunkt in der Regel operativ profitable und – da ein neuer Rechtsträger übernommen wird – (2) eine grundsätzlich lastenfreie Gesellschaft.

Diese Organisationsstruktur hat für Solvesta erhebliche Vorteile: So ist die Holding von den Risiken der Geschäftsbereiche oder einzelner Übernahmeziele abgeschottet („Ring-Fencing“), das heißt dass Ertrags- oder Liquiditätsprobleme einer Geschäftseinheit nicht auf andere übertragen werden können. Eine Holdingstruktur über mehrere Ebenen gibt Solvesta überdies die notwendige Flexi-

... der Deal-Intelligenz im Anschluss an eine Übernahme besondere Bedeutung zu.

bilität beim Verkauf und sichert die Holding vor möglichen nachträglichen Ansprüchen des Insolvenzverwalters ab.

ABBILDUNG 7: SCHEMATISCHE DARSTELLUNG DES ORGANIGRAMMS



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Die Kernaktivitäten von Solvesta – Auswahl, Erwerb und Sanierung der Beteiligungen – sind in der Muttergesellschaft zusammengefasst. Die Beteiligungen selbst werden in eine Property Company (PropCo) und eine Operating Company (OpCo) aufgespalten, die wiederum unter einer Zwischenholding angesiedelt sind.

Grundsätzlich positive, wenngleich geringe Kaufpreise

Infolge der Insolvenz der Altgesellschaft sind die gezahlten Kaufpreise für deren Assets bzw. Geschäftsbetriebe gering. Die bei nicht-insolventen Gesellschaften häufig zu beobachtenden, symbolischen Kaufpreise – sogenannte „Ein-Euro-Deals“ – oder gar als Sanierungsbeihilfen getarnte negative Kaufpreise, wie sie nicht selten bei Konzern-Spin-Offs vorkommen, sind allerdings durch das Insolvenzrecht nahezu ausgeschlossen: Insolvenzverwalter haften für die nach Eröffnung des Verfahrens verkauften Vermögenswerte persönlich. Gesetzlich nicht ausgeschlossen, aber in der Praxis ungewöhnlich, sind Earn-Out-Klauseln, da etwa durch Verrechnungspreise die Profitabilität eines Unternehmens in hohem Maße gesteuert werden kann, ohne dass der Insolvenzverwalter darauf Einfluss nehmen kann.

Per Saldo werden die von Solvesta gezahlten Kaufpreise mit einer Größenordnung von etwa EUR 0,5 Mio. pro Transaktion veranschlagt. Da das Warenlager vom Insolvenzverwalter im Regelfall zur Begleichung der Gläubigerforderungen verwertet wurde, ist neben dem Kaufpreis häufig auch Liquidität zum Aufbau von Working Capital zurückzustellen. Der planmäßige Übernahmepreis summiert sich damit nach Angaben des Managements auf EUR 0,75-1,0 Mio. bei einer durchschnittlichen Umsatzgröße des Targets von etwa EUR 20 Mio.

Derartig geringe Kaufpreise haben die Konsequenz, dass für einen Portfolioaufbau ein im Verhältnis zu anderen Beteiligungsgesellschaften niedrigerer Kapitalbestand erforderlich ist. Dies begrenzt wiederum die Risiken für ein Unternehmen und das Exposure gegenüber einzelnen Beteiligungen und ermöglicht es ferner, einen hohen Anteil der Verkaufserlöse an die Aktionäre in Form von Dividenden zurückzugeben.

Keine Quersubventionierung im Konzern

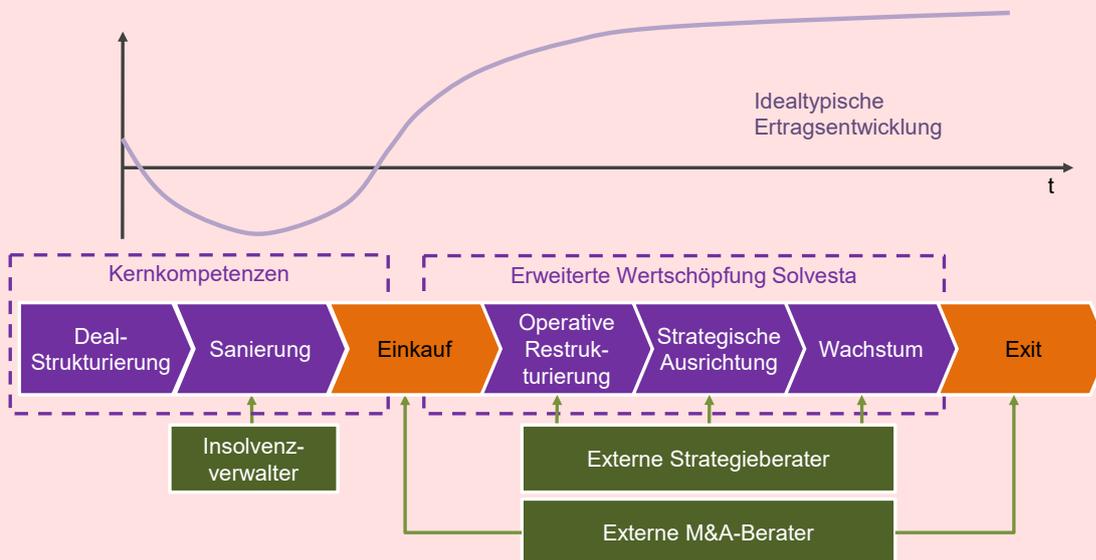
Aus vorstehender Abbildung 7 ist ersichtlich, dass jedes Unternehmen nach seiner Übernahme auf Standalone-Basis die angestrebten Performancekennzahlen erreichen muss. Eine Quersubventionierung innerhalb des Solvesta-Konzerns ist nicht vorgesehen, ebenso wenig wie Garantien, Bürgschaften oder Patronatserklärungen der Holding für die jeweilige Beteiligung. Etwaige Verluste der erworbenen Gesellschaften verbleiben aufgrund der fehlenden Organschaft und in Ermangelung von Beherrschungs- oder Ergebnisabführungsverträgen bei den Tochtergesellschaften. Damit wird ausgeschlossen, dass über den Erwartungen liegende Verluste einer Beteiligung die Existenz des Konzerns gefähr-

Per Saldo beziffert das Management als Daumenregel das Cash-at-Risk auf maximal EUR 0,75 Mio. pro Beteiligung mit annualisierten Umsätzen von EUR 20 Mio.

Sowohl beim Deal-Sourcing als auch beim Exit greift Solvesta auf externe Spezialisten, in der Regel M&A-Berater, zurück oder nutzt die eigenen Kontakte zu Insolvenzverwaltern. Dadurch ist Solvesta ein ausgesprochen schlankes Unternehmen, das mit einem geringen Overhead auskommt.

den. Das maximale Ausfallrisiko ist für Solvesta damit auf den – in der Regel geringen – Kaufpreis und den zwischenzeitlich erfolgten Aufbau von Working Capital beschränkt.

ABBILDUNG 8: WERTSCHÖPFUNGSMODELL SOLVESTA



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Starke Incentivierung der Beteiligungsmanager

Wie bei Beteiligungsgesellschaften mit Sanierungsfokus üblich, erfolgt das Management der übernommenen Beteiligungen auch bei Solvesta durch eigene Geschäftsführer. Diese ersetzen meist unmittelbar nach der Übernahme das bisherige Management. Die Beteiligungsmanager bezieht Solvesta aus einem Pool an Geschäftsführern, zu denen das Management über Jahre hinweg Kontakte aufgebaut hat. Angestrebt wird, dass diese auf eine mehrjährige Berufserfahrung als CRO (Chief Restructuring Officer), Geschäftsführer oder Manager eines mittelständischen Industrieunternehmens zurückblicken können.

Die Beteiligungsmanager „dürfen“ sich mit ihrem privaten Vermögen an „ihrer“ Gesellschaft mit einer Quote von 5-10% beteiligen. Ein Verkauf des Beteiligungsanteils ist frühestens zum Exit nach vier bis fünf Jahren möglich. Damit ist auf allen Beteiligungsebenen eine Übereinstimmung von Manager- und Eigentümerinteressen sichergestellt.

ABBILDUNG 9: WASSERFALL-DIAGRAMM ZUR VERANSCHAULICHUNG DES DEALFLOWS



Das Management geht davon aus, in einem typischen Jahr mehr Deals angeboten zu bekommen, als seriös abgearbeitet werden können. In diesem Nachfragemarkt kann Solvesta auf die nach eigener Einschätzung attraktivsten Angebote zurückgreifen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Beträchtliche Anzahl an potenziellen Übernahmekandidaten

In Deutschland mussten im vergangenen Jahr 23.800 Unternehmen Insolvenz anmelden. Laut eigener Schätzung haben durchschnittlich 250 bis 350 davon die von Solvesta bevorzugte Größenordnung von Umsätzen zwischen EUR 10 und 100 Mio. Unterstellt man ferner, dass die Hälfte der Unternehmen für Solvesta ungeeignet sind, etwa weil sie Schwächen bezüglich des Marktes, des Produktes oder im Vertrieb aufweisen, und weitere 10-20% deshalb ungeeignet sind, weil sie aus der „falschen“ Industrie stammen und etwa als Immobilienentwickler oder Projektgesellschaft tätig sind, dann verbleiben rund 100 Übernahmekandidaten pro Jahr. Diese werden von beiden Vorständen der Solvesta gemeinschaftlich auf ihre Übernahmetauglichkeit analysiert.

Gegenwärtig verläuft die Deal-Akquise unproblematisch. Ohne dass das Solvesta-Management aktiv Deal-Akquise betreibt, wird dem Unternehmen kurz nach seiner Gründung nach eigenen Angaben aus dem bestehenden Netzwerk von Insolvenzverwaltern und M&A-Beratern eine ungleich größere Anzahl an Übernahme-Targets angeboten, als die im Business Plan vorgesehenen vier Transaktionen pro Jahr.

Opportunistische Exit-Strategie, kein Exit-Zwang

Solvesta strebt mittelfristige Beteiligungszeiträume von bis zu fünf Jahren an. Ausschließlich kurzfristige Engagements werden explizit abgelehnt. Nach erfolgreichem Durchlaufen einer drei- bis vierjährigen Stabilisierungs- oder Entwicklungsphase ist vorgesehen, die Beteiligungen entweder (1) vollständig über einen Trade Sale bzw. ein (2) Management Buy Out oder teilweise über einen (3) Börsengang zu verkaufen. Um keine eigenen Ressourcen aufzubauen, ist geplant, auch beim Beteiligungs-Exit auf externe M&A-Experten zurückzugreifen.

Voraussichtlich in vier bis fünf Jahren ist daher eine Gegenbewegung zur derzeitigen Investitionsphase zu erwarten, wenn nämlich in größerem Umfang Abverkäufe der eingegangenen Beteiligungen einsetzen werden. Zukäufe und Abgänge werden sich nach unserer Einschätzung ab dem Jahr 2019 bzw. 2020e in etwa die Waage halten. Das Management geht davon aus, dass sich dieser Zustand bei einem Umsatzvolumen aller Beteiligungen von rund EUR 300-400 Mio. einstellen wird.

Es gibt in Deutschland etwa ein Dutzend M&A-Berater, die auf die Vermittlung insolventer Gesellschaften spezialisiert sind; zu den führenden M&A-Beratern zählen Saxenhammer, Angermann und Concentro. Aber auch klassische WP-Gesellschaften wie Deloitte oder KPMG beschäftigen in der Regel eigene Insolvenzspezialisten.

Wie beim Einkauf werden auch beim Exit keine eigenen Mitarbeiter eingesetzt, sondern es wird auf externe M&A-Berater zurückgegriffen.

Das Beteiligungsportefeuille besteht nur wenige Monate nach der Unternehmensgründung aus zwei Gesellschaften: dem Fensterabstandshalterhersteller Helima und dem Sportartikelvertreiber fan & more. Für das kommende Jahr rechnen wir für die beiden Gesellschaften bei Umsätzen von rund EUR 38 Mio. mit einem operativen Ergebnis (EBITDA) von EUR 1,3 Mio.

Helmut Lingemann GmbH & Co. KG (Helima)

Im Oktober 2015 erfolgte die Übernahme der Helmut Lingemann GmbH & Co. KG, eines Herstellers von Fensterabstandshaltern. Wir gehen von einem symbolischen Cash-at-Risk aus.

Ausgangslage und Insolvenzursache: Strategische Fehler in Reaktion auf eine grundsätzliche Veränderung des Marktumfeldes – weg vom Aluminium und hin zu energieeffizienten Lösungen aus Edelstahl oder Kunststoff – waren ursächlich für die Insolvenzanmeldung im Sommer dieses Jahres.

Sanierungskonzept: Das Sanierungskonzept zielt auf eine Wiedergewinnung der verloren gegangenen Marktanteile im Kerngeschäft ab. Für das kommende Geschäftsjahr erwartet das Management Umsätze in Höhe von EUR 26 Mio. bei einem EBITDA von EUR 0,7 Mio.

fan & more by Casalino e. K.

Mit Wirkung zum 1. November dieses Jahres wurde der Sportartikelvertreiber „fan & more by Casalino e. K.“ durch einen Asset-Deal erworben. Mit Erlösen von EUR 9,5 Mio. (2015e) ist das 1997 gegründete Unternehmen eines der führenden Online-Vertriebsunternehmen von Fan- und Sportartikeln in Deutschland.

Ausgangslage und Insolvenzursache: Das Unternehmen geriet insbesondere durch exogene Sonderereignisse in den Jahren 2013 und 2014 in Liquiditäts-

probleme, deren Behebung durch die Verquickung von Geschäfts- und Privatphäre bei der Sicherheitenbegebung und Haftung Angaben gemäß nur unter sehr erschwerten Bedingungen möglich ist.

Sanierungskonzept: Das Sanierungskonzept sieht vor, die Erlöse nach Abschluss der noch anstehenden Sanierungs- und Konsolidierungsmaßnahmen im kommenden Jahr auf über EUR 12 Mio. bei einer EBIT-Marge von über 5% zu steigern. Treiber der Umsatz- und Ertragsentwicklung sollen nach den Planungen die Fußball-Europameisterschaft in Frankreich und die Ausweitung des bestehenden Geschäftsmodells in das europäische Ausland sein. Die Beteiligung eines weiteren Finanz- und/oder Beteiligungspartners ist vorgesehen.

Unternehmensstrategie

Die Unternehmensstrategie von Solvesta basiert auf vier Säulen: Erstens der Einwerbung frischen Eigenkapitals zur Beschleunigung des externen Wachstums, zweitens der Erreichung eines eingeschwungenen Zustands, in dem Übernahmen durch die freien Cashflows der bestehenden Beteiligungen finanziert werden, drittens der Erreichung der Dividendenfähigkeit und viertens der Übertragung des Geschäftsmodells in andere Rechtsgebiete.

Beschleunigung des externen Wachstums

Strategisches Primärziel des Unternehmens ist es, einen Konzern mit einem Umsatzvolumen von EUR 300-400 Mio. aufzubauen. Angesichts einer jährlichen Run-Rate von vier bis fünf Übernahmen mit Umsätzen von durchschnittlich EUR 20 Mio. dürfte dieses Ziel nach unserer Einschätzung in vier bis fünf Jahren erreicht werden. Die für die Finanzierung der Übernahmen erforderliche Liquidität soll durch die Einwerbung frischen Kapitals im Rahmen einer Barkapitalerhöhung sichergestellt werden.

Erstens: Einwerbung frischen Kapitals

Erreichung eines eingeschwungenen Zustands

Sofern es gelingt, das externe Wachstum durch die Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital zu beschleunigen, sollte nach unserer Einschätzung in vier bis fünf Jahren ein Zustand erreicht werden, in dem weitere Übernahmen nicht mehr über externe Mittel finanziert werden müssen, sondern über den Cashflow der (nach der gemeinsamen Sanierung durch Solvesta und den Insolvenzverwalter grundsätzlich) profitablen Gesellschaften sowie durch die durch deren Verkauf erzielbaren Erlöse.

Zweitens: Erreichung eines eingeschwungenen Zustands, in dem Übernahmen durch die freien Cashflows der bestehenden Beteiligungen finanziert werden

Erreichung der Dividendenfähigkeit

In diesem eingeschwungenen Zustand sollen die generierten Erträge nicht länger für die Aufrechterhaltung der hohen Wachstumsraten eingesetzt, sondern vielmehr an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Nach unserer Einschätzung wird Solvesta etwa im Jahr 2020e zu einem Dividentitel werden.

Drittens: Die Erreichung der Dividendenfähigkeit

Übertragung des Geschäftsmodells in andere Rechtsgebiete

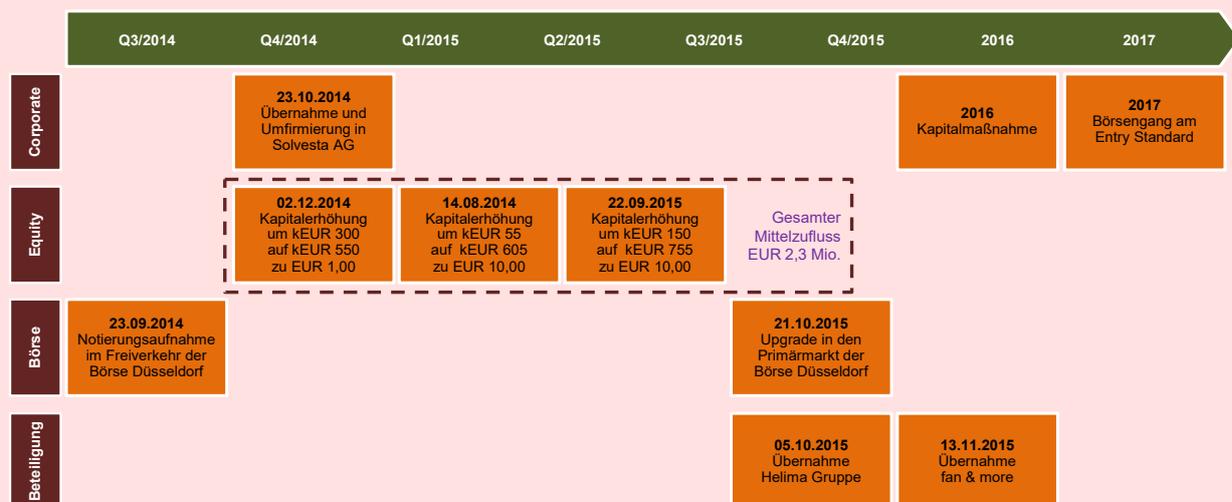
Das auf einem Zeitstrahl zuletzt zu realisierende Element der Unternehmensstrategie ist die Übertragung des Geschäftsmodells in andere Rechtsgebiete, insbesondere in das europäische Ausland. Angaben gemäß wird dabei der Identifikation eines geeigneten Partners eine entscheidende Rolle zukommen, da dieser – wie auch Solvesta – nicht nur über spezifische Kenntnisse des landesspezifischen Insolvenz- und Arbeitsrechts verfügen, sondern auch das Management von Beteiligungen beherrschen muss.

Viertens: Übertragung des Geschäftsmodells in andere Rechtsgebiete

Unternehmensgeschichte und Management

Die Solvesta AG wurde im Jahr 2014 im Wege eines Cold IPOs gegründet. Nach mehreren Kapitalerhöhungen und einer sehr positiven Kursentwicklung liegt die Marktkapitalisierung aktuell bei EUR 21,2 Mio. Nächster Schritt der Unternehmensgeschichte ist Angaben gemäß eine Kapitalmaßnahme, die im kommenden Jahr durchgeführt werden soll. Eine Börsennotierung am Entry Standard der Deutschen Börse, die mit einer weiteren Kapitalerhöhung verbunden sein könnte, ist für 2017e geplant. Mittelfristig will Solvesta eine Marktstellung als führende Beteiligungsgesellschaft im Bereich Insolvenz einnehmen.

ABBILDUNG 10: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Überblick über die Unternehmensgeschichte

Gegründet wurde die Gesellschaft im Jahr 2012 von Dr. Patrik Fahlenbach als Solvesta GmbH in München. Im November 2014 wurden Marke und Geschäftsmodell im Wege eines Cold IPOs in einen Börsenmantel eingebracht. Seit dem Börsengang wurden mit der Helima Gruppe und fan & more zwei operative Gesellschaften übernommen. Zur Finanzierung der weiteren Unternehmensexpansion soll zu Beginn des kommenden Jahres eine Kapitalerhöhung durchgeführt werden. Im Jahr 2017e soll eine weitere Kapitalerhöhung von einer Notierungsaufnahme am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse begleitet sein. Mit den eingeworbenen Mitteln sollen der Aufbau der Gesellschaft und weitere Übernahmen finanziert werden.

Nach mehreren Kapitalerhöhungen beträgt das Grundkapital der Gesellschaft derzeit EUR 0,755 Mio.

Solvesta ist ein gründergeführtes Unternehmen. Derzeit setzt sich das Management aus zwei Vorständen und einem sechsköpfigen Aufsichtsrat zusammen. Während der Vorstand jahrzehntelange Erfahrung im deutschen Insolvenzrecht vereint, setzt sich der Aufsichtsrat aus den verschiedensten Kompetenzträgern zusammen.

Schlanke Holding

Inklusive dem Vorstand beschäftigt Solvesta auf Holdingebene derzeit sieben Mitarbeiter – gezählt auf Basis von FTEs (Full Time Equivalents). Solvesta legt Wert darauf, eine schlanke und gleichzeitig kostenbewusste Organisation aufgebaut zu haben. In den beiden Beteiligungen, Helima und fan & more, sind derzeit insgesamt 115 und 65 Mitarbeiter beschäftigt.

Das Management von Solvesta kann auf zahlreiche Transaktionen im insolvenznahen Umfeld und auf einen starken Track Record in der Abwicklung von Deals verweisen.

Management mit langjähriger Erfahrung

Firmengründer und Vorstände haben jahrelange Erfahrung in der Sanierung von Unternehmensbeteiligungen, insbesondere aus Insolvenzen, sowie im Wirtschaftsrecht. Hierdurch hat das Management einen breiten Zugang zu Insol-

venzverwaltern und deren spezialisierten M&A-Boutiquen. Zugleich zeichnet sich der Vorstand nach unserer Einschätzung durch seine Hands-On-Arbeitsweise aus. Allerdings weist das Management nach unserer Einschätzung bislang relativ wenig Kapitalmarkterfahrung auf und muss sich auch die Kontakte zu Institutionellen Investoren erst erarbeiten.

Gegründet wurde das Unternehmen von **Dr. Patrik Fahlenbach (CEO)**, Diplom Kaufmann und geprüfter Unternehmenssanierer (Univ.), der zuvor als Prokurist für Adcuram, einer Industrieholding, die Unternehmen in Sondersituationen erwirbt, für KPMG und mehrere Start-Ups tätig war. Neben dem umfassenden rechtlichen Background im deutschen Insolvenz- und Steuerrecht verfügt Herr Dr. Fahlenbach auch über umfassende Praxiserfahrung mit Insolvenzsituationen. Herr Dr. Fahlenbach verantwortet die Funktion M&A.

Als Finanzvorstand des Unternehmens ist **Christian Solfronk**, Diplom Kaufmann mit Steuerberaterexamen, für die Bereiche Finanzen, Personal und IT verantwortlich; gemeinsam mit Dr. Fahlenbach ist Herr Solfronk zudem für den Erwerb und den Turnaround der übernommenen Gesellschaften verantwortlich. Herr Solfronk hat mehr als 13 Jahre Erfahrung als Geschäftsführer von kleinen und mittelgroßen Unternehmen, darunter eine mittelständische Logistikgruppe mit Umsätzen von rund EUR 80 Mio. Zuvor war Herr Solfronk Prokurist bei KPMG.

Nicht im Vorstand, aber in leitender Funktion, ist Frau **Sabine Decker**, die zukünftig die Rolle des COO übernehmen wird. Frau Decker weist mehr als 15 Jahre Erfahrung in der Restrukturierung von Unternehmen, u. a. als Finanzvorstand von WashTec auf und war in den letzten Jahren wiederholt als Interims-CEO bzw. -CRO sowie Insolvenzgeschäftsführerin tätig.

ABBILDUNG 11: MANAGEMENT-VERANTWORTUNG IM C-LEVEL-MANAGEMENT

CEO (Dr. Patrik Fahlenbach)	CFO (Christian Solfronk)	COO (Sabine Decker)
M&A	Finanzen und Services	Beteiligungsmanagement
Akquise Networking (M&A-Berater, Insolvenzverwalter) Due Diligence Transaktionsverhandlungen Transaktionsabschluss	Finanzierung der AG Konzernrechnungslegung Investor Relations Legal und Tax Support für DD und Beteiligungen Beteiligungscontrolling Unterstützung bei Financial DD	Führung und Auswahl der Beteiligungsmanager Führung und Auswahl der Interims CRO Strategische Ausrichtung der Targets Projektmanagement bei Projekten in Beteiligungen Unterstützung bei Commercial und Operational DD

Angaben gemäß hat das Solvesta-Team bei früheren Rechtsträgern mehr als 250 Due Diligence-Prozesse begleitet und davon knapp 30 in Abschlussverhandlungen geführt. Neben zahlreichen kleineren Transaktionen waren darunter insbesondere die Übernahmen von Gepade Polstermöbel, der Dreherei Beuter und des Sportmodeherstellers Georg Schumacher.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat setzt sich aus sechs Mitgliedern zusammen:

- ⑤ **Sir Steven Wilkinson** (Aufsichtsratsvorsitzender) ist einer der Gründer von Solvesta. 1998 gründete er die Buchanan Investment Group, als deren Geschäftsführender Gesellschafter er auch tätig war. Zuvor war er für Merrill Lynch und die Thurn & Taxis Vermögenstreuhand tätig.
- ⑤ **Christian Maria Kreuser** ist stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender und Senior Advisor im Bereich Portfolio Management & Structuring bei Assenagon, einem der am schnellsten wachsenden Asset Manager in Europa.
- ⑤ **Rolf Engel** ist Gründer der Reconom AG, einer Beratungs- und Beteiligungsgesellschaft für Venture Capital, Private Equity und Private Equity Real Estate. Zuvor war Herr Engel Sprecher des Vorstands der Hornblower Fischer AG und persönlich haftender Gesellschafter der Bankhaus Oswald Kruber KG (heute North Channel Bank).

- ⑤ **Susan Hoffmeister** ist Gründerin und Geschäftsführerin der Münchner Finanzkommunikationsagentur Crossalliance communication GmbH.
- ⑤ **Hans-Martin Schneider** ist seit 1997 Vorstand und Senior Partner der Managementberatung 4C Group AG.
- ⑤ **Christian Sundermann** ist Gründer und Vorstand der CFO AG. Zuvor leitete er den Geschäftsbereich Corporate Finance der EM.TV AG.

Börsennotierung und Aktionärsstruktur

Aktuell besteht das Grundkapital der Gesellschaft aus knapp 755.000 Stück Aktien. Die Hauptaktionäre der Gesellschaft sind nach wie vor die Unternehmensgründer, die auch als Vorstand bzw. Aufsichtsrat operativ für die Gesellschaft tätig sind. Derzeit liegt der Free Float der Gesellschaft bei 17,8%.

Notierung im Primärmarkt der Wertpapierbörse Düsseldorf

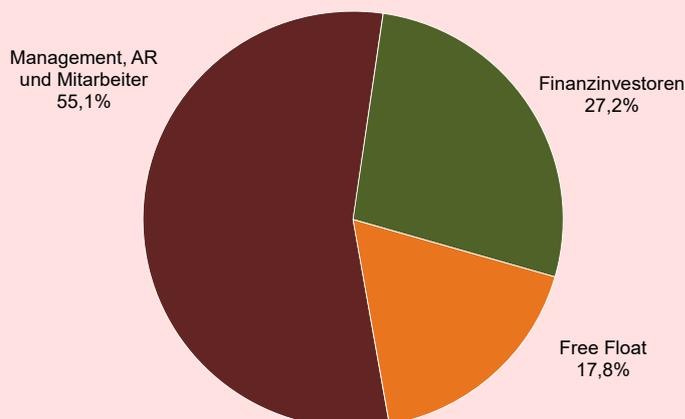
Die Aktien der Solvesta AG sind seit Q4/2014 im unregulierten Primärmarkt der Börse Düsseldorf notiert. Dieses Börsensegment des Freiverkehrs verpflichtet die Emittenten, zum Going Public einen Wertpapierprospekt zu veröffentlichen, während im Being Public neben dem Jahresabschluss (spätestens nach sechs Monaten) auch Halbjahresberichte (spätestens nach drei Monaten) zu veröffentlichen sind und eine Quasi-Ad-hoc-Pflicht zu beachten ist. Schließlich muss jeder Emittent ein Datenblatt mit Angaben zu Emittent und Wertpapier erstellen und aktuell halten sowie einen Unternehmenskalender führen. Jeder Emittent ist verpflichtet, die Dokumente auf seiner Internetseite zur Einsicht bereitzuhalten. Damit orientiert sich der Primärmarkt an typischen Wachstumsbörsen wie dem Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Gegenwärtig sind am Primärmarkt der Börse Düsseldorf 17 Unternehmen mit einer gesamten Marktkapitalisierung von rund EUR 6,6 Mrd. börsennotiert.

Skontrofführer am Primärmarkt der Börse Düsseldorf ist die Schnigge Wertpapierhandelsbank.

Zusätzliche Notierung im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse

Neben der Notierung im Primärmarkt der Börse Düsseldorf sollen die Aktien der Solvesta AG auch im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert werden. Dies ist für 2017e vorgesehen. Geplant ist, den Börsengang mit einer Kapitalerhöhung zu verbinden.

ABBILDUNG 12: AKTIONÄRSSTRUKTUR



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, BÖRSE DÜSSELDORF, SPHENE CAPITAL

Performanceorientierte Eigentümerstruktur

Infolge des Cold IPOs kam es zum Börsengang nicht zur Einwerbung frischen Kapitals. Mit 55,1% wird die Mehrheit der Anteile von den unmittelbaren Firmen-

gründern (Management und Aufsichtsrat) sowie – in weit geringerem Maße – den Mitarbeitern gehalten. Rund ein Viertel der Anteile sind in den Händen von Finanzinvestoren, insbesondere von Family Offices und Vermögensverwaltern, die ebenfalls als langfristige Investoren eingestuft werden können. Der Free Float beläuft sich auf 17,8% oder EUR 3,8 Mio. (per 17.12.2015).

Keine Dividende bis 2020e erwartet

Solvesta beabsichtigt, in den kommenden Monaten eine Kapitalerhöhung durchzuführen, um mit den eingeworbenen Mitteln weitere Unternehmensbeteiligungen zu erwerben. Da wir damit rechnen, dass Beteiligungen bis zu fünf Jahre im Unternehmen verbleiben, bevor sie verkauft werden, erwarten wir die ersten Exits für das Geschäftsjahr 2020e. Daher gehen wir in den kommenden vier Jahren nicht von einer Dividendenausschüttung aus.

Bis einschließlich 2020e rechnen wir nicht mit einer Dividendenausschüttung.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen folgende **Stärken** von Solvesta bzw. deren Aktien:

Stärken

- ⑤ **Win-Win-Situation für alle Beteiligten:** Solvesta hat sich am Markt mit einem Geschäftsmodell positioniert, das für alle Beteiligten eine Win-Win-Situation darstellt. **(1)** Die Mitarbeiter der übernommenen Gesellschaften profitieren von einer Übernahme, indem die Fortführung der profitablen Betriebsteile sichergestellt ist und zugleich die Insolvenz als Chance für ein nachhaltiges Geschäftsmodell betrachtet wird. **(2)** Die Kreditgeber im Allgemeinen profitieren aus einer im Vergleich zur Liquidation höheren Recovery Rate; beteiligte Banken im Besonderen profitieren über die andauernden Geschäftsbeziehungen zu einer nach der Übernahme profitablen Gesellschaft. Darüber hinaus sind beim Erwerb eines mittelständischen Unternehmens durch Solvesta in der Regel regionale Banken beteiligt. Der Kollateralschaden der Regionalbank nach der Liquidation der Gesellschaft, wenn etwa die freigestellten Mitarbeiter ihre Hypothekenkredite nicht mehr bedienen können, kann das Kredit-Exposure gegenüber dem Übernahme-Target um ein Vielfaches übersteigen. Daher besteht auch auf Seiten der Banken große Bereitschaft zu einem Haircut. **(3)** Der Insolvenzverwalter profitiert von der garantierten Transaktionssicherheit und der hohen Expertise der beteiligten Parteien, die eine nicht nur im Vergleich zu strategischen Investoren deutlich höhere Prozessgeschwindigkeit zur Folge hat.
- ⑤ **Geringe Wettbewerbsintensität:** Beteiligungsgesellschaften sind üblicherweise in zwei Bereichen limitiert: **(1)** in der Größe und **(2)** in der Phase im Lebenszyklus der zu übernehmenden Gesellschaften. Während Private Equity-Gesellschaften – unabhängig davon, ob sie börsennotiert sind oder nicht – allein aufgrund der ihnen zur Verfügung stehenden Liquidität in der Regel große Übernahmen bevorzugen, sieht Solvesta seinen Sweet Spot bei Unternehmen mit einem Jahresumsatz von deutlich unter EUR 100 Mio. In dieser Größenordnung trifft Solvesta meist nur auf „Glücksritter“, die eine Übernahme „auch einmal versuchen wollen“ und auf strategische Bieter, sofern diese nicht vor der Insolvenzsituation zurückschrecken. Wir sehen demzufolge die Wettbewerbssituation für Solvesta – auch langfristig – als überschaubar an.
- ⑤ **Begrenzte Risiken aus der Übernahme:** Da grundsätzlich keine Garantien oder Patronatserklärungen abgegeben werden, wird das finanzielle Gesamtrisiko einer Beteiligung auf den (geringen) Kaufpreis begrenzt.
- ⑤ **Erhebliches Renditepotenzial:** Infolge des geringen Kaufpreises und der Chance eines anhaltenden Turnarounds lassen sich durch das Geschäftsmodell erhebliche Renditen auf das eingesetzte Kapital erwirtschaften. In unserem Modell gehen wir in einem Zeitraum von bis zu fünf Jahren von einer knappen Vervielfachung des eingesetzten Kapitals aus. Wir haben in einem Worst-Case-Szenario konservative Annahmen unterstellt und eine IRR von 23% errechnet.
- ⑤ **Ring-Fencing durch mehrstufige Organisationsstruktur:** Die Deal-Intelligenz schlägt sich auch in der Organisationsstruktur nieder: So wird die Muttergesellschaft Solvesta durch die Holdingkonstruktion, bei der über die operativen Beteiligungen nochmals eine eigene Zwischenholding eingebracht wird, von einer möglichen Insolvenz einer Beteiligung bzw. von möglichen nachträglichen Ansprüchen des Insolvenzverwalters geschützt. Auch ist die Holding von den Risiken der Geschäftsbereiche oder einzelner Übernahmeziele abgeschottet, so dass gesunde Geschäftsbereiche oder die Holding nicht von Ertrags- oder Liquiditätsproblemen einer einzelnen Geschäftseinheit infiziert werden können. Eine Holdingstruktur über mehrere Ebenen gibt Solvesta überdies die notwendige Flexibilität beim Verkauf und sichert die Holding ab.
- ⑤ **Keine Branchenabhängigkeit:** Grundsätzlich spricht Solvesta eine breitest mögliche Zielgruppe an – nämlich alle Insolvenzfälle – schließt jedoch bewusst bestimmte Branchen wie Projekt- und Immobilienentwickler aus. Abhängigkeiten können wir dementsprechend nicht feststellen.

- Ⓢ **Langjähriges Know-how:** Management und Aufsichtsrat von Solvesta zählen in der Branche nach unserer Einschätzung zu den führenden Kompetenzträgern in der Übernahme von Unternehmen aus der Insolvenz bzw. aus insolvenznahen Situationen.
- Ⓢ **Zugang zum Kapitalmarkt:** Angaben gemäß übersteigt die Anzahl an Übernahme-Targets deutlich die Zahl der von Solvesta sinnvoll zu übernehmenden Gesellschaften. Gegenüber potenziellen Wettbewerbern stellt der Kapitalmarktzugang einen erheblichen Wettbewerbsvorteil dar, nicht nur in Bezug auf die über Kapitalerhöhungen eingeworbenen Mittel, sondern auch als Entscheidungsgrundlage für den Insolvenzverwalter, das Target letztendlich an Solvesta zu verkaufen. Überdies ist durch die Börsennotierung die Basis für weitere Kapitalmarktaktivitäten (Unternehmens- oder Wandelanleihe, Kapitalerhöhung etc.) gelegt.
- Ⓢ **Hohe Dividendenrendite in Aussicht:** Nach dem Aufbau eines Portfolios mit Umsätzen von EUR 300-400 Mio. plant das Management die Aufnahme von Dividendenzahlungen. Je nach Szenario errechnen wir auf mittlere Sicht hohe Dividendenrenditen.
- Ⓢ **Expansion in Nachbarländer:** Mittelfristig ist vorgesehen, das Geschäftsmodell selektiv in andere Rechtsgebiete, insbesondere in das europäische Ausland zu übertragen. Durch eine Kopie des Geschäftsmodells könnten langfristig erhebliche Skaleneffekte realisiert werden.
- Ⓢ **Stabile, performanceorientierte Aktionärsstruktur:** Aus unserer Sicht weist Solvesta eine insgesamt stabile und dezidiert performanceorientierte Eigentümerstruktur auf. Da auch das Management mit erheblichen Anteilen an der Gesellschaft beteiligt ist, vermuten wir wesentliche Übereinstimmungen zwischen den Interessen der Aktionäre und dem Management.

Wir sehen die folgenden **Schwächen** von Solvesta bzw. deren Aktien:

Schwächen

- Ⓢ **Aktienkurs muss zukünftige Entwicklung erst noch einpreisen:** Solvesta befindet sich erst am Beginn des Investitionszyklus. Gleichzeitig hat die Aktie bereits ein Bewertungsniveau erreicht, in das bereits viel von den zukünftigen Akquisitions- und Restrukturierungserfolgen eingepreist ist. Es ist daher erforderlich, dass in den kommenden Monaten die Schlagzahl wie geplant deutlich erhöht und die hoch gesteckten Erwartungen des Kapitalmarkts sogar übertroffen werden.
- Ⓢ **Notwendigkeit externer Kapitalbeschaffung:** Das Solvesta-Management versucht den Einsatz von Fremdkapital zu Gearing-Zwecken zu vermeiden. Übernahmen und Erweiterungsinvestitionen müssen daher größtenteils über Kapitalmaßnahmen finanziert werden.
- Ⓢ **Schwierige Definition des Excess Cash:** In Zukunft dürfte es für einen Außenstehenden nach unserer Einschätzung schwierig sein, aus der bestehenden Liquiditätsposition der konsolidierten Bilanz den Anteil des Excess Cash zu bestimmen, der als „Kriegskasse“ für weitere Übernahmen zur Verfügung steht.
- Ⓢ **Schwierige Planbarkeit der Erträge:** Risiken hinsichtlich der Erreichung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen ergeben sich aus unserer Sicht vor allem aus dem Frühstadium des Unternehmens. Hinzu kommt, dass aktiv gemanagte Portfolios wie das von Solvesta aus unserer Sicht den Außenstehenden vor erhebliche Schwierigkeiten stellen, die konsolidierten Finanzkennzahlen zu analysieren.
- Ⓢ **Bargain Purchase-Erträge bei IFRS-Rechnungslegung:** Derzeit berichtet Solvesta nach HGB. Sollte Solvesta etwa nach der Notierungsaufnahme am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse zu einer IFRS-Rechnungslegung wechseln, können dann anfallende Erträge aus Bargain Purchase große Schwankungsbreiten der Unternehmenserträge mit sich bringen.
- Ⓢ **Abhängigkeiten vom Management:** Solvesta wird von einem zweiköpfigen Vorstand geleitet. Vorstand und Aufsichtsrat sind in der Übernahme von Gesellschaften nach unserer Einschätzung sehr erfahren, lassen jedoch Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen vermuten.

- ⑤ **Liquiditätsrisiko der Aktie:** Mit einer Marktkapitalisierung von deutlich unter EUR 50 Mio. ist Solvesta ein Micro-Cap und für ein Engagement der meisten institutionellen Investoren zu klein. Mit einem Free Float von 17,8% bzw. EUR 3,8 Mio. muss überdies die niedrige Liquidität der Aktie berücksichtigt werden.

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

Chancen

- ⑤ **Stabiles Angebot an Übernahmekandidaten:** Seit der Wiedervereinigung haben in keinem Jahr weniger als 20.000 Unternehmen Insolvenz angemeldet. Von diesen befinden sich im Schnitt 250-350 in den für Solvesta attraktiven Größenordnungen. Durch die langjährige Zusammenarbeit mit Insolvenzverwaltern und auf Sondersituationen spezialisierten M&A-Beratern sehen wir den zukünftigen Deal-Flow des Unternehmens als gesichert an.
- ⑤ **Geringe Preissensitivität:** Vor dem Hintergrund der von Solvesta angebotenen hohen Transaktionsgeschwindigkeit und -sicherheit sind Insolvenzverwalter nach unserer Einschätzung weniger preissensitiv. Dies eröffnet Solvesta Chancen, Unternehmen deutlich unter ihrem inneren Wert zu erwerben.

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

Risiken

- ⑤ **Kopie der Transaktions-Intelligenz:** Da die von Solvesta individuell erstellten Restrukturierungskonzepte keinen „Patentschutz“ genießen, können diese prinzipiell von anderen, an der Übernahme eines Sanierungskandidaten interessierten Parteien kopiert werden; zu diesen sind insbesondere strategische Käufer und das Management der insolventen Gesellschaften zu zählen. In diesem Fall könnte Solvesta trotz erheblicher Vorlaufkosten nicht zum Zuge kommen. Ungeachtet dessen steht Solvesta vor der dauerhaften Aufgabe, sich von strategischen Mitbietern durch die Vorstellung neuer Konzepte in einem sich rasch wandelnden Umfeld abzugrenzen.
- ⑤ **Interessenskonflikte mit Insolvenzverwalter:** Insolvenzverwalter haben ein elementares Interesse nicht nur an der Transaktionssicherheit und der Geschwindigkeit, mit der ein potenzieller Käufer die individuelle Insolvenzsituation analysiert und mögliche Risiken einschätzt, sondern auch an einer möglichst hohen Insolvenzmasse. Vor diesem Hintergrund sehen wir mögliche Zielkonflikte zwischen dem Insolvenzverwalter und Solvesta, wobei unserer Ansicht nach die Mehrung der Insolvenzmasse im Verhältnis zur Haftungsminimierung des Insolvenzverwalters und der grundsätzlichen Fortführung des Unternehmens eine nachrangige Bedeutung zukommt.
- ⑤ **Veränderte Bedingungen nach Übernahme:** Der von Solvesta für eine Beteiligung bezahlte Kaufpreis ist von verschiedenen Annahmen abhängig, die Solvesta in einer Phase der Unsicherheit aufstellt. Dabei muss Solvesta auch auf die Aussagen von Zulieferern und Kunden zurückgreifen, inwieweit die vertraglichen Beziehungen mit dem Target nach einer Übernahme durch Solvesta weiterhin Bestand haben. Sollten wichtige Lieferanten oder Kunden ihre Beziehungen zum Übernahmeziel im Widerspruch zu ihrer ursprünglichen Aussage beenden, könnte dies erhebliche Auswirkungen auf die Ertragslage des Targets haben.
- ⑤ **Risiken des externen Wachstums:** Die Übernahme von ehemals krisengeschüttelten Unternehmungen ist grundsätzlich risikobehaftet, umso mehr, wenn der Neugesellschaft fälschlicherweise anhaftet, illiquide oder überschuldet zu sein. Damit können externe Partner der Neugesellschaft trotz der grundsätzlichen Neuaufstellung gegebenenfalls den Start erschweren. Es hängt daher von der Überzeugungsfähigkeit des Solvesta-Teams ab, dass Stakeholder Vertrauen in die Neugesellschaft gewinnen.
- ⑤ **Grundsätzliche Skalierbarkeit des Geschäftsmodells:** Durch die hohe Kapitalbindung und die intensive Auseinandersetzung des Managements mit einer insolventen Gesellschaft während der Akquisitionsphase ist das Geschäftsmodell von Solvesta zwar grundsätzlich skalierbar, jedoch investitionsintensiv, was nach unserer Einschätzung die Wachstumschancen limitiert.

Insolvenzen in Deutschland

Bedingt durch die gute konjunkturelle Entwicklung der letzten Jahre waren die Insolvenzzahlen in den vergangenen Jahren auf breiter Front rückläufig. 2014 lag die Zahl der Unternehmensinsolvenzen mit 23.800 auf dem niedrigsten Stand seit 19 Jahren. Die gesamten Schäden für die Insolvenzgläubiger summierten sich 2014 auf schätzungsweise EUR 26,1 Mrd. Acht von zehn Insolvenzen betrafen Unternehmen mit weniger als fünf Beschäftigten, was ein Indiz dafür ist, dass Kleinunternehmen von der guten Wirtschaftslage tendenziell weniger stark profitieren als mittlere und größere Unternehmen. Mit 57,1% entfiel der Großteil der Unternehmensinsolvenzen einmal mehr auf das Dienstleistungsgewerbe, rückläufig war dagegen der Anteil von Unternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe.

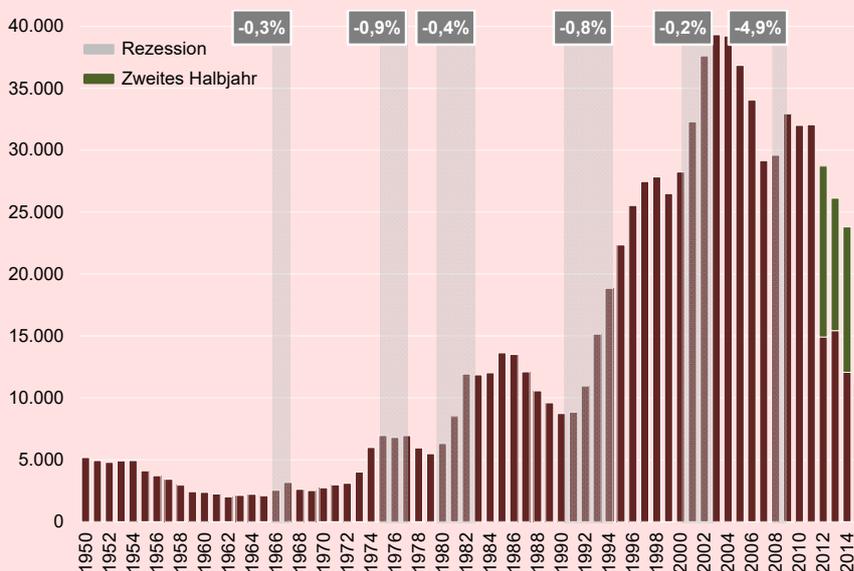
Unternehmensinsolvenzen in Deutschland auf niedrigstem Stand seit 1995

Insgesamt sind für das gesamte Bundesgebiet im vergangenen Jahr rund 135.300 Insolvenzen gemeldet worden, wobei 23.800 auf Unternehmen und Freie Berufe, 86.900 auf das Verbraucherinsolvenzverfahren und ca. 24.600 auf übrige Schuldner (z. B. Nachlässe) entfielen. Während Unternehmensinsolvenzen (-8,9% YoY) und Verbraucherinsolvenzen (-4,9% YoY) im Jahresvergleich rückläufig waren, war bei den sonstigen Insolvenzen ein leichter Anstieg (2,0% YoY) zu verzeichnen.

Zuletzt war in Deutschland im Jahr 2009 ein Anstieg der Unternehmensinsolvenzen (+ 11,3% YoY) registriert worden. Damals hatte die Bundesrepublik mit einer Rezession infolge der Finanzkrise zu kämpfen.

Mit diesem Rückgang lag die Zahl der Unternehmensinsolvenzen auf dem niedrigsten Stand seit 1995. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch die gute konjunkturelle Entwicklung, attraktive Refinanzierungskonditionen und einen vergleichsweise einfachen Zugang zu Finanzmitteln zu attraktiven Konditionen: So meldete die Deutsche Bundesbank in ihrem Monatsbericht für typische Mittelstandskredite im Neugeschäft einen durchschnittlichen Zinssatz von unter 2%. Geopolitische Risiken (u. a. der Ukraine-Konflikt) oder das Russland-Embargo haben dagegen keinen erkennbaren Niederschlag in der Insolvenzentwicklung gefunden.

ABBILDUNG 13: UNTERNEHMENSINSOLVENZEN IN DEUTSCHLAND



2015e dürfte das siebte Jahr in Folge sein, in dem die Zahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland rückläufig ist. Ursächlich hierfür sind die anhaltend stabile Binnenkonjunktur, attraktive Finanzierungskonditionen und eine insgesamt gestärkte Finanzkraft der Unternehmen.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, CREDITREFORM, SPHENE CAPITAL

Weiter rückläufige Entwicklung erwartet

Im laufenden Jahr dürfte sich die Zahl der Unternehmensinsolvenzen weiter rückläufig entwickeln. So verringerte sich die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen im ersten Halbjahr 2015 mit 11.100 (H1/2014: 12.060) um 8,0% gegenüber dem Vorjahreswert. Die Gründe für die positive Entwicklung im Insolvenzgeschehen des ersten Halbjahres 2015 bestanden auch im zweiten Halbjahr

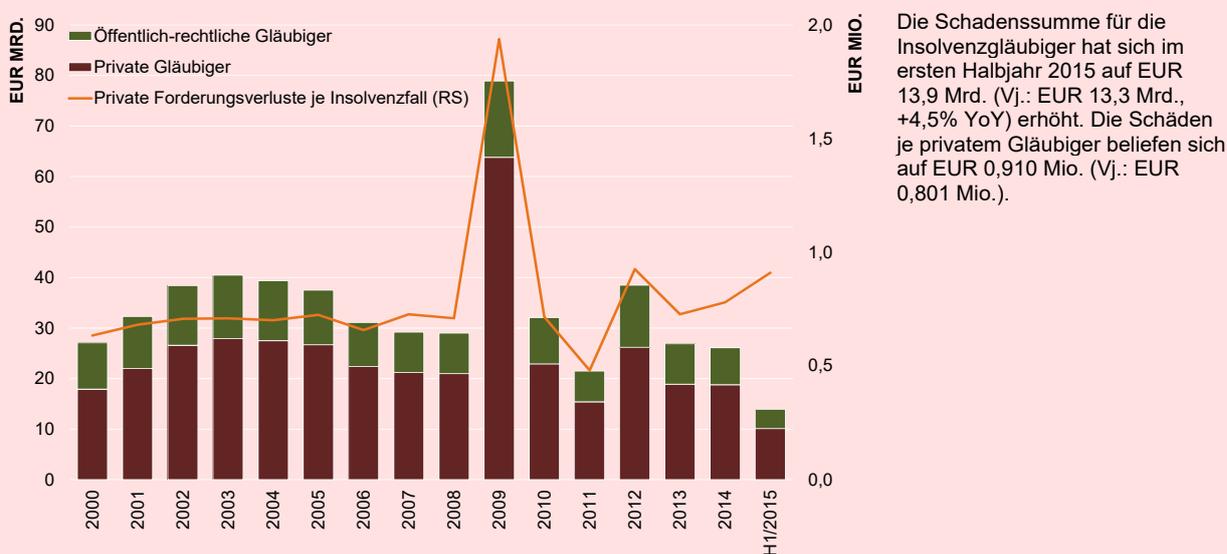
unverändert fort: Eine stabil gute Binnenkonjunktur in Verbindung mit günstigen Finanzierungsbedingungen. Überdies haben gerade die kleinen und mittelständischen Unternehmen in den vergangenen Jahren sukzessive Eigenkapital aufgebaut und dadurch an Stabilität gewonnen.

Insolvenzschiiden summierten sich 2014 auf EUR 26,1 Mrd.

Die Schadenssumme für die Insolvenzgläubiger belief sich im vergangenen Jahr auf EUR 26,1 Mrd. (Vorjahr: EUR 26,9 Mrd.). Mit -3,0% YoY fiel der Rückgang also weniger markant aus als bei der Zahl der Insolvenzfälle (-8,9% YoY). Trotz einer geringeren Anzahl von Großinsolvenzen (Rückgang auf 90 von 130 Fälle) ist der durchschnittliche Schaden von 2013 auf 2014 um 27,3% angestiegen.

Diese Tendenz dürfte sich auch im laufenden Jahr fortgesetzt haben. So lagen die Insolvenzschiiden zum Halbjahr 2015 mit EUR 13,9 Mrd. um 4,5% über ihrem Vorjahreswert; je Insolvenzfall entspricht dies einem Schaden in Höhe von EUR 910.000.

ABBILDUNG 14: WIRTSCHAFTLICHE SCHÄDEN VON INSOLVENZEN IN DEUTSCHLAND

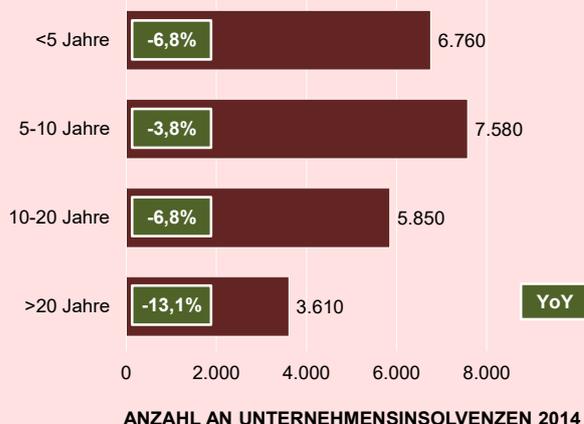


QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, CREDITREFORM, SPHENE CAPITAL

Stabiler Insolvenzanteil unter etablierten Unternehmen älter 20 Jahre

Von den meisten Unternehmensinsolvenzen sind naturgemäß junge Unternehmen betroffen, deren Marktstellung noch nicht gefestigt ist und deren finanzielle Rücklagen unterdurchschnittlich ausgeprägt sind. Dementsprechend lag im vergangenen Jahr die Unternehmensgründung in 28,4% aller Insolvenzfälle weniger als fünf Jahre zurück – wenngleich mit rückläufiger Tendenz. Seltener fallen demgegenüber Insolvenzen von etablierten Unternehmen an: So waren im vergangenen Jahr mit 3.610 Insolvenzen oder 15,2% aller Insolvenzfälle Unternehmen von der Insolvenz betroffen, die vor mehr als 20 Jahren gegründet worden waren.

ABBILDUNG 15: INSOLVENZ NACH ALTER DES UNTERNEHMENS, 2014



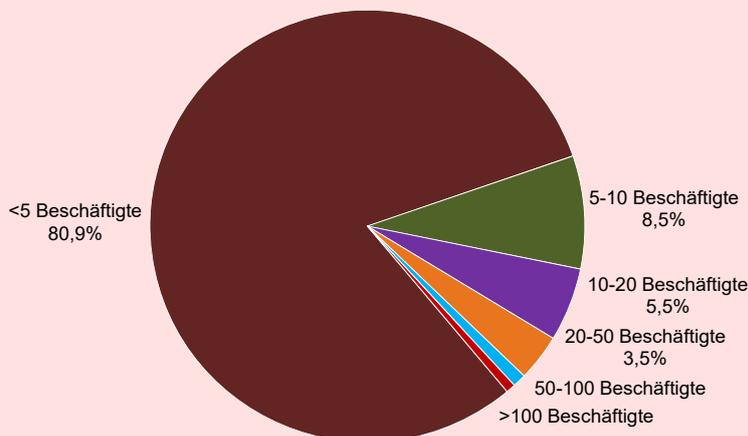
Dass in den vergangenen Jahren tendenziell weniger Neugründungen von der Insolvenz betroffen waren, ist ein Indiz dafür, dass die Entscheidung zur Unternehmensgründung mittlerweile bewusster und weniger aus der Not heraus gefällt wird.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, CREDITREFORM, SPHENE CAPITAL

Insolvenzen nach Anzahl Mitarbeiter

Naturgemäß betrifft die überwiegende Mehrheit (2014: 80,9%) der Insolvenzen Kleinunternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern. Dass sich deren Anteil in den letzten Jahren sogar tendenziell vergrößert hat macht deutlich, dass bei insgesamt rückläufigen Insolvenzzahlen mittlere und größere Unternehmen stärker von den guten konjunkturellen und finanziellen Rahmenbedingungen profitieren. So waren größere Unternehmen mit mehr als 100 Mitarbeitern im vergangenen Jahr mit unter 200 Insolvenzen für lediglich 0,7% (Vj.: 0,9%) aller Unternehmensinsolvenzen verantwortlich.

ABBILDUNG 16: INSOLVENZ NACH ANZAHL DER BESCHÄFTIGTEN, 2014



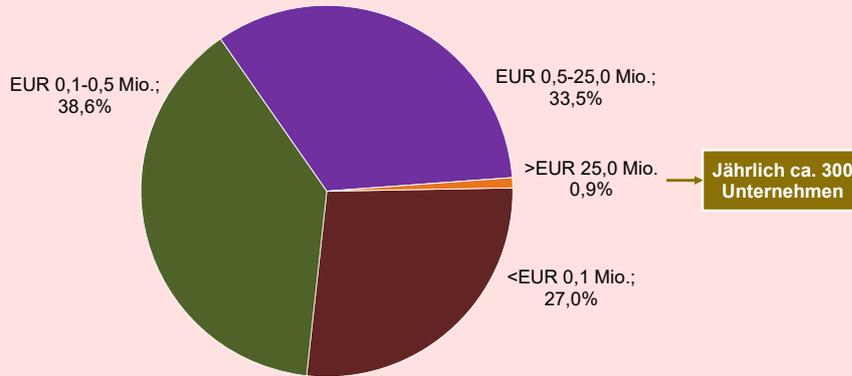
Kleinstinsolvenzen von Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern waren im vergangenen Jahr für 80,9% aller Unternehmensinsolvenzen verantwortlich.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, CREDITREFORM, SPHENE CAPITAL

Insolvenzen nach Unternehmensgröße

Zu einem vergleichbaren Ergebnis kommt der Blick auf die Umsatzgrößenklassen insolventer Unternehmen. Auch hier sind größere Unternehmen eher unterrepräsentiert. So mussten im vergangenen Jahr 210 Unternehmen mit Umsätzen jenseits von EUR 25,0 Mio. Insolvenz anmelden (Vj.: 260 Unternehmen). Bezogen auf die Rechtsform betrafen im vergangenen Jahr 43,3% der Unternehmensinsolvenzen Kapitalgesellschaften.

ABBILDUNG 17: INSOLVENZ NACH GRÖSSE DES UNTERNEHMENS (UMSATZ), 2014



QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, CREDITREFORM, SPHENE CAPITAL

Deutliche regionale Unterschiede in der Insolvenzquote

Die Insolvenzquote, also die Anzahl der Insolvenzen bezogen auf die Anzahl aller Unternehmen, lag im ersten Halbjahr 2015 deutschlandweit bei 68 Insolvenzen je 10.000 Unternehmen; im vergleichbaren Vorjahreszeitraum lag die Insolvenzquote noch bei 75 Insolvenzen je 10.000 Unternehmen.

Gravierende Unterschiede in der relativen Insolvenzbetroffenheit bestehen allerdings weiterhin zwischen den Bundesländern: Die Bandbreite reicht von 38 Insolvenzen je 10.000 Unternehmen in Baden-Württemberg bis zu einer Insolvenzquote von 125 im Bundesland Bremen.

Nachstehende Abbildung zeigt dabei ein deutliches Nord-Süd-Gefälle unter den Bundesländern auf:

ABBILDUNG 18: INSOLVENZQUOTE NACH BUNDESLAND, H1/2015



QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, CREDITREFORM, SPHENE CAPITAL

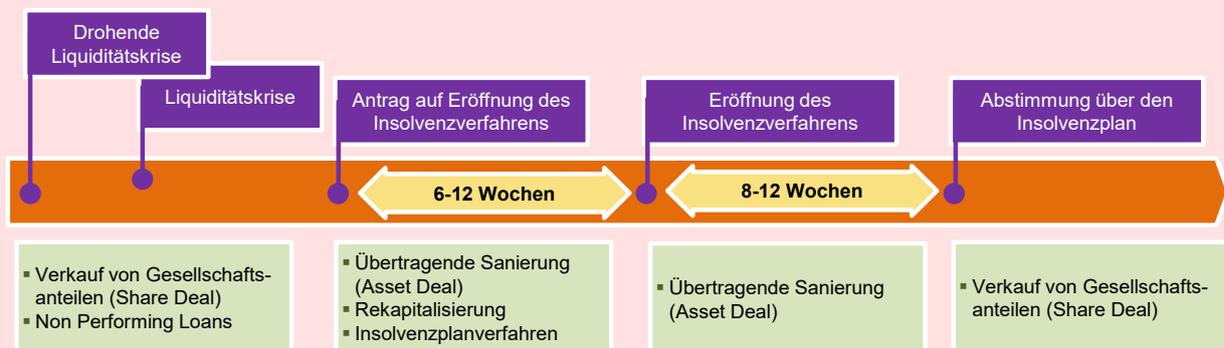
Insolvenz und Firmenfortführung sind geeignete Verfahren, um das Ziel einer gleichmäßigen Befriedigung der Gläubiger zu erreichen. Häufig können durch eine erfolgreiche Firmenfortführung nicht nur eine höhere Quote erzielt, sondern durch die Sanierung der Gesellschaft auch Arbeitsplätze erhalten werden. In Zeiten größerer Konkurrenz zwischen den Insolvenzverwaltern ist zudem eine gute Firmenfortführung die beste Werbung für diesen und verbessert dessen regelmäßige Auslastung. Doch wer haftet eigentlich für die in der Firmenfortführung anfallenden Kosten, insbesondere wenn diese gar fehl schlägt und sich die Masse verringert?

Insolvenzantrag und Insolvenzeröffnung

Ein Insolvenzverfahren wird durch Antrag beim zuständigen Gericht eingeleitet. Dieses ist in der Regel dasjenige Amtsgericht eines Landgerichtsbezirks, in dem das Unternehmen seinen Sitz hat. Der Eröffnungsantrag für ein Insolvenzverfahren kann formlos entweder durch den Schuldner oder durch jeden seiner Gläubiger gestellt werden. Im Falle der Insolvenz einer juristischen Person haben die Geschäftsführer der GmbH bzw. die Vorstände einer AG ohne schuldhaftes Zögern, spätestens aber drei Wochen nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit, die Eröffnung des Insolvenzverfahrens zu beantragen.

Nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens hat das Insolvenzgericht zu überprüfen, ob ein Eröffnungsgrund tatsächlich vorliegt. Dabei ist die Schuldnerin zur Unterstützung des Gerichts verpflichtet. Wird der Insolvenzantrag durch einen Gläubiger gestellt, ist es ausreichend, dass dieser ein rechtliches Interesse hat und den Insolvenzgrund glaubhaft darlegen kann. Die Glaubhaftmachung erfolgt in der Regel durch Vorlage von Belegen wie Schuldscheinen oder einer eidesstattlichen Versicherung. Die Existenz eines Vollstreckungstitels, also einer Urkunde, in der ein Anspruch des Gläubigers gegen den Schuldner festgestellt wurde, ist nicht erforderlich.

ABBILDUNG 19: SCHEMATISCHER ABLAUF EINER INSOLVENZ



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Eröffnungsgründe

Es gibt in Deutschland drei Gründe, bei deren Vorliegen ein Insolvenzverfahren zu eröffnen ist:

- Ⓢ **Zahlungsunfähigkeit** (§ 17 InsO) liegt vor, wenn der Schuldner fällige Forderungen eines Gläubigers nicht begleichen kann oder wenn er voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungsverpflichtungen zum Zeitpunkt der Fälligkeit zu erfüllen. Handelt es sich um eine vorübergehende Liquiditätslücke, die kurzfristig durch einen Drittmittelzufluss innerhalb von drei Wochen behoben werden kann, liegt keine Zahlungsunfähigkeit, sondern eine vorübergehende Zahlungsstockung vor. Wiederholte Zahlungsstockungen wiederum sind Beleg einer Zahlungsunfähigkeit. Letztlich erfolgt die Beurteilung auf der Grundlage eines Finanz- bzw. Liquiditätsplans, in dem die aktuellen Liquiditätsbestände und die Planein- bzw. -auszahlungen auf Sicht von mindestens sechs Monaten zusammengefasst werden. Kann anhand eines solchen Finanzplans festgestellt werden, dass zu einem bestimmten Zeitpunkt der Eintritt der Zahlungsunfähigkeit überwiegend wahrscheinlich ist, liegt der Insolvenzgrund der drohenden Zah-

lungsunfähigkeit vor.

- Ⓢ **Drohende Zahlungsunfähigkeit** (§ 18 InsO) liegt vor, wenn ein Schuldner "voraussichtlich" nicht in der Lage sein wird, seinen bestehenden Zahlungsverpflichtungen zum Zeitpunkt der Fälligkeit nachzukommen. Abhängig ist dies wiederum von der Beurteilung, inwieweit der Eintritt der Zahlungsunfähigkeit wahrscheinlicher ist als der Nichteintritt. Im Gegensatz zu einer bereits bestehenden Zahlungsunfähigkeit bezieht sich der Tatbestand der drohenden Zahlungsunfähigkeit also auf einen künftigen Zeitraum ("Zeitraum-Illiquidität"). In diese fließen nur Zahlungsverpflichtungen ein, die dem Grunde nach bereits entstanden sind und in den kommenden (bis zu zwölf) Monaten fällig werden.
- Ⓢ **Überschuldung** (§ 19 InsO): Bei juristischen Personen ist außerdem eine Überschuldung ein Eröffnungsgrund. Diese liegt vor, wenn in der sogenannten Überschuldungsbilanz die Passiva die Aktiva übersteigen, also kein oder ein negatives Eigenkapital vorhanden ist. Diese Überschuldungsbilanz ist nicht mit der Handelsbilanz identisch, sondern stellt eine eigenständige Sonderbilanz dar, für deren Erstellung die tatsächlichen Zeitwerte zu ermitteln sind. Hierfür sind die Aktiva nach ihren realisierbaren Verkehrswerten unter Auflösung der stillen Reserven anzusetzen, während bei den Passiva die real bestehenden Verbindlichkeiten anzusetzen sind. Die rechnerische Überschuldung ist allerdings für die Stellung eines Insolvenzantrags nicht ausreichend. Hinzukommen muss eine negative Fortführungsprognose, wonach die Überwindung der Überschuldungssituation als überwiegend unwahrscheinlich angesehen wird. Nur wenn beide Bedingungen erfüllt sind, folgt daraus die Insolvenzantragspflicht.

Prüfung des Insolvenzantrags

Nach Eingang des Antrags prüft das Gericht, ob ein Insolvenzverfahren eröffnet werden kann. Insbesondere wird geprüft, ob auch die Kosten des Verfahrens, also insbesondere Gerichtskosten, Auslagen und die Kosten des Insolvenzverwalters aus der Insolvenzmasse, also aus dem Vermögen, das dem Schuldner zum Zeitpunkt der Insolvenzeröffnung zusteht und das er während des Verfahrens erlangt (die sogenannte „Neumasse“), beglichen werden können. Ist dies nicht der Fall, wird das Insolvenzverfahren abgewiesen (es sei denn, eine dritte Partei leistet einen Kostenvorschuss in erforderlicher Höhe).

Bis zur Entscheidung über die Eröffnung des Verfahrens können vom Gericht Sicherungsmaßnahmen über das Vermögen des Schuldners angeordnet werden. Dazu zählen die Einsetzung eines vorläufigen Insolvenzverwalters, die Anordnung eines allgemeinen Verfügungsverbots über das Vermögen des Schuldners und die Untersagung von Zwangsvollstreckungen in das Schuldnervermögen. Während dieser Phase profitiert das Unternehmen von der Insolvenzgeldvorfinanzierung: Dabei übernimmt die Bundesagentur für Arbeit für maximal drei Monate die gesamten Personalkosten des Unternehmens, so dass zumindest im Eröffnungsverfahren die Liquidität des Unternehmens sichergestellt ist.

Hinweis: Natürliche Personen, die vollhaftend am Wirtschaftsleben teilnehmen, sind grundsätzlich nicht zur Stellung eines Insolvenzantrages verpflichtet. Sie können, müssen aber nicht einen Insolvenzantrag stellen. Dazu verpflichtet sind allein Geschäftsführer und Vorstände von juristischen Personen, und zwar spätestens drei Wochen nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung. Eine Verletzung dieser Pflicht stellt eine Straftat dar und kann zu erheblichen Schadensersatzforderungen gegen die Geschäftsleitung führen.

Eröffnung des Insolvenzverfahrens

Liegen alle Voraussetzungen für ein Insolvenzverfahren vor, beschließt das Gericht die Eröffnung des Insolvenzverfahrens, andernfalls wird das Verfahren mangels Masse abgewiesen. Der Beschluss wird öffentlich (etwa auf der Webseite www.insolvenzbekanntmachungen.de) bekannt gemacht und den gerichtsbekannten Gläubigern des Schuldners zugestellt. Der Eröffnungsbeschluss umfasst (1) die Bezeichnung des Schuldners, (2) den genauen Eröffnungstermin, (3) die Benennung des bestellten Insolvenzverwalters, der dann auch alleiniger Verfügungsberechtigter über das Schuldnervermögen wird und die Geschäfte des Schuldners fortführt, (4) eine Frist (in der Regel zwischen zwei Wochen und

drei Monaten), innerhalb der die Gläubiger ihre Forderungen beim Insolvenzverwalter angemeldet haben müssen, und **(5)** eine Aufforderung an die Gläubiger, Sicherungsrechte, die sie geltend machen möchten, nach Art und Umfang anzumelden.

Hinweis: Um das Vermögen vor weiteren Abgängen zu schützen, geht mit der Verfahrenseröffnung die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis auf den Insolvenzverwalter über. Insolvenzforderungen dürfen nach der Eröffnung des Verfahrens nicht mehr in die Insolvenzmasse vollstreckt werden. Schließlich entfallen mit der Eröffnung des Insolvenzverfahrens die Vorteile des Insolvenzgeldes. Dies hat eine erneute Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens zur Folge, was den Zeitdruck auf den Insolvenzverwalter naturgemäß erhöht. Zusätzlich verstärkt wird der Druck dadurch, dass die bisherige Geschäftsführung durch die Einsetzung des Insolvenzverwalters faktisch entmachtet wird und dieser die Geschäfts alleinverantwortlich führen muss.

Aufgaben, Interessenslage und Haftung des Insolvenzverwalters

Der Insolvenzverwalter ist die zentrale Figur eines Insolvenzverfahrens, da er für die Dauer des Verfahrens den Schuldner als Unternehmer ablöst und die Geschäfte so lange fortführt, bis über die genaue Sanierungsart entschieden und gegebenenfalls ein Investor gefunden wurde. Insofern gelten prinzipiell auch für ihn die Sorgfaltsanforderungen eines ordentlichen Kaufmanns. Allerdings befindet sich der Insolvenzverwalter in einer Sonderrolle, da er **(1)** nach Amtsantritt naturgemäß das Unternehmen nicht genau kennt und sich erst einarbeiten muss, und **(2)** ein Unternehmen in einer Krisensituation vorfindet.

Die Pflicht des Insolvenzverwalters ist die Sicherung und Anreicherung der Masse und die Verwertung der Insolvenzmasse in Geld – um dann die Verteilung des Verwertungserlöses vornehmen zu können. Neben der Verwaltung und Verwertung der Insolvenzmasse zählen die Entgegennahme von Forderungsmeldungen und die Berichterstattung an die Gläubigerversammlung zu den Aufgaben des Insolvenzverwalters. Dabei haftet der Insolvenzverwalter

- Ⓢ gegenüber den Massegläubigern bei einer ungleichmäßigen Befriedigung oder suboptimalen Quote und
- Ⓢ gegenüber dem Schuldner bei einer mangelhaften Masseverwertung.

Besonders prekär dabei ist, dass sich die Haftung des Insolvenzverwalters gegenüber allen Beteiligten bei schuldhafter Verletzung der insolvenzspezifischen Verpflichtungen in bestimmten Fällen auch auf sein persönliches Vermögen ausweiten kann, und zwar nicht nur bei Vorsatz, sondern auch bei Fahrlässigkeit. Die persönliche Haftung betrifft insbesondere Verletzungen der insolvenzspezifischen Sorgfaltspflichten, z. B. Treue- oder Informationspflichten, etwa bei Falschbefriedigung, bei unterlassener Massegenerierung oder aus einer Verletzung der Pflicht zur zeitnahen Beendigung des Insolvenzverfahrens.

Hinweis: Bei der Betriebsfortführung in der Insolvenz muss der Insolvenzverwalter bestimmte Dauerschuldverhältnisse wie Miet- oder Leasingverträge beibehalten, um den insolventen Betrieb weiterführen zu können. Dabei muss der Insolvenzverwalter darauf achten, ob diese Verträge zur Fortführung des insolventen Unternehmens erforderlich sind oder nicht und ob er die aus diesen Verträgen erwachsenen Verbindlichkeiten aus der Masse bezahlen kann oder nicht. Sind die Verträge zu erfüllen, erwachsen diese zu Masseverbindlichkeiten und sind daher vorweg aus der Masse zu befriedigen.

Behandlung der unterschiedlichen Gläubigergruppen

Nachdem ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde, werden sämtliche Gläubiger aufgerufen, ihre Forderungen beim Insolvenzverwalter zur so genannten Insolvenztabelle anzumelden. Geldliche Forderungen müssen nach Art und Umfang, nicht geldliche Forderungen mit ihrem Gegenwert angegeben werden. In jedem Fall ist der Anmeldung ein Beleg für den Bestand der Forderung beizufügen. Zinsen können nur bis zum Tage der Eröffnung des Insolvenzverfahrens geltend gemacht werden.

Die Insolvenzordnung unterscheidet verschiedene Gruppen von Gläubigern, denen unterschiedliche Rechte hinsichtlich der Mitwirkung und der Befriedigung

Insolvenzverwalter haften mit der Masse und mit ihrem Privatvermögen. Im Rahmen der Firmenfortführung hat der Insolvenzverwalter das in der Insolvenz befindliche Unternehmen wie ein Vorstand zu leiten. Dabei ist darauf zu achten, dass das Unternehmen ordnungsgemäß am Rechtsverkehr teilnimmt, insb. zivil-, steuer-, arbeitssozial- und umweltrechtliche Aspekte berücksichtigt. Darüber hinaus sind auch die wirtschaftlichen Belange des Unternehmens zu planen, insbesondere also kurz- und mittelfristige Ziele, die Leitung der Geschäftspolitik, die Organisation der Arbeitsabläufe und die Regulation der gesellschaftsinternen Personalpolitik, Einkauf, Produktion, Absatz und Finanzierung. Auch die Fortführungsaussichten sind regelmäßig zu überprüfen.

ihrer Forderungen zuerkannt werden:

- ⑤ **Aussonderungsberechtigte Gläubiger** können unter Berufung auf ein ihnen zustehendes, sich aus gesetzlichen Vorschriften außerhalb der Insolvenzordnung ergebendes Recht geltend machen, dass bestimmte Gegenstände, die der Insolvenzverwalter zur Insolvenzmasse beansprucht, nicht zu dieser gezählt werden und mithin vom Insolvenzverwalter freizugeben sind. In erster Linie handelt es sich dabei um Gegenstände, die im Eigentum eines Gläubigers stehen.
- ⑤ **Absonderungsberechtigten Gläubigern** steht eine vorrangige Befriedigung aus den gesicherten Gegenständen oder Forderungen zu. Dabei ist zwischen Absonderungsrechten an unbeweglichen Gegenständen und an beweglichen Sachen und Rechten (Pfandrechte und Sicherungsübereignungen) zu unterscheiden.
- ⑤ **Massegläubiger** sind alle Gläubiger, deren Ansprüche erst mit oder nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens entstehen. Masseverbindlichkeiten, zu denen auch der Vergütungsanspruch des Insolvenzverwalters gezählt wird, werden, soweit das der Umfang der Insolvenzmasse zulässt, in voller Höhe befriedigt.
- ⑤ **(Nicht nachrangige) Insolvenzgläubiger** sind Gläubiger, die bis zur Eröffnung des Insolvenzverfahrens einen Vermögensanspruch gegen den Schuldner haben. Forderungen der Insolvenzgläubiger werden quotale aus der verbleibenden Insolvenzmasse bedient, indem die vorhandenen Vermögenswerte durch die Summe aller Verbindlichkeiten geteilt werden.
- ⑤ **Nachrangige Insolvenzgläubiger** werden nur bedient, wenn die Insolvenzmasse nach Befriedigung aller anderen Gläubiger positiv ist – was in der Praxis nur selten der Fall ist.

Mitwirkung der Gläubiger in der Gläubigerversammlung

Die Mitwirkungsrechte der Gläubiger werden insbesondere in den Gläubigerversammlungen instrumentalisiert. Die Gläubigerversammlung ist das zentrale Organ der am Verfahren beteiligten Gläubiger. Teilnahmeberechtigt sind absonderungsberechtigte Gläubiger, Insolvenzgläubiger, Mitglieder des Gläubigerausschusses, der Insolvenzverwalter und der Schuldner, abstimmungsberechtigt sind hingegen nur die absonderungsberechtigten und die nicht nachrangigen Insolvenzgläubiger. Der Stimmanteil eines Gläubigers richtet sich nach der Summe seiner Forderungen im Verhältnis zur Gesamtsumme aller Forderungen der anwesenden zur Abstimmung berechtigten Gläubiger.

Nicht teilnehmende Gläubiger sind an die in ihrer Abwesenheit getroffenen Beschlüsse gebunden. Entscheidungen, die von der Gläubigerversammlung getroffen werden können, reichen von der Befugnis, den Insolvenzverwalter auszuwechseln oder in seiner Amtsführung zu kontrollieren, bis zur Entscheidung, das Schuldnerunternehmen zu liquidieren.

Hinweis: Die erste Gläubigerversammlung wird Berichtstermin genannt. Bei der Insolvenz einer juristischen Person beschließt die Gläubigerversammlung während des Berichtstermins, ob das Unternehmen stillgelegt oder vorläufig fortgeführt werden soll. Anschließend können dem Insolvenzverwalter verschiedene Aufträge übertragen werden, zum Beispiel die Ausarbeitung eines Insolvenzplans. Die Gläubigerversammlung ist ebenfalls berechtigt, vom Insolvenzverwalter einzelne Auskünfte oder Sachstandsberichte über die Geschäftsführung zu erhalten, insbesondere kann sie den Liquiditätsbestand des Unternehmens prüfen lassen. Bei besonders bedeutsamen Rechtshandlungen wie der Aufnahme von Darlehen, die die Insolvenzmasse schmälern könnten, muss immer die Zustimmung der Gläubigerversammlung eingeholt werden.

Mitwirkung der Gläubiger im Gläubigerausschuss

Neben der Gläubigerversammlung können die absonderungsberechtigten Gläubiger, die Insolvenzgläubiger mit den höchsten Forderungen, die Kleingläubiger und die Arbeitnehmer, wenn sie mit nicht unerheblichen Forderungen am Unternehmen beteiligt sind, im Gläubigerausschuss mitwirken. Hauptfunktion des Gläubigerausschusses ist es, den Insolvenzverwalter bei seiner Geschäftsführung zu unterstützen – und zu überwachen. Infolge dieser Kontrollfunktion haf-

Gläubiger haben das Recht, am Insolvenzverfahren aktiv mitzuwirken. Oberstes Vertretungsorgan ist die Gläubigerversammlung, die über eine umfassende Entscheidungsbefugnis verfügt. Um die Interessen der Gläubiger gegenüber dem Schuldner und dem Insolvenzverwalter kontinuierlich wahrzunehmen, kann sie aus ihren Reihen einen Ausschuss bilden.

Der Gläubigerausschuss ist das im Vergleich zur Gläubigerversammlung beweglichere Gremium.

ten die Mitglieder des Gremiums bei Pflichtverletzungen gegenüber den absonderungsberechtigten Gläubigern und den Insolvenzgläubigern auf Schadensersatz.

Abwicklung von schwebenden Geschäften

Um die Gläubigerinteressen zu schützen und auch um eine vorzeitige Zerschlagung eines Unternehmens zu verhindern, ist es notwendig, dass der Insolvenzverwalter bereits begonnene Geschäfte abwickeln und neue durchführen kann. Dabei hat der Insolvenzverwalter besondere Regeln einzuhalten, deren Verletzung eine zivilrechtliche Haftung des Insolvenzverwalters zur Folge haben kann:

- Ⓢ Wurde die vertragliche Leistung seitens des Unternehmens erfüllt, ist der Gläubiger zur Gegenleistung an den Insolvenzverwalter verpflichtet; wird diese nicht erbracht, ist der Insolvenzverwalter verpflichtet, diese Gegenleistung per Klage einzufordern.
- Ⓢ Wurde die vertragliche Leistung von beiden Seiten nicht vollständig erbracht, besteht für den Insolvenzverwalter ein Wahlrecht: Verlangt er vom Vertragspartner die Erfüllung der Leistung, werden die Gegenleistungsansprüche des Vertragspartners zu Masseverbindlichkeiten. Verweigert der Insolvenzverwalter die Erfüllung, etwa weil dies für den Schuldner nachteilig wäre, erlöschen die gegenseitigen Leistungspflichten und der Gläubiger kann wegen der Nichterfüllung des Vertrages lediglich Schadensersatz wegen Nichterfüllung fordern.
- Ⓢ Hat der Gläubiger Waren unter einfachem Eigentumsvorbehalt geliefert, bleibt er bis zur vollständigen Zahlung des Kaufpreises Eigentümer der Waren. Der Insolvenzverwalter muss die noch ausstehenden Raten als Masseschulden begleichen. Lehnt der Insolvenzverwalter deren Erfüllung ab, hat der Gläubiger ein Aussonderungsrecht der Waren.
- Ⓢ Miet- und Pachtverträge können seitens des Schuldners erfüllt werden. Mietzahlungen sind als Masseverbindlichkeiten zu begleichen. Die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens berechtigt also keine der beteiligten Parteien zur fristlosen Kündigung.

Ende des Insolvenzverfahrens

Da juristische Personen grundsätzlich mit der Eröffnung des Insolvenzverfahrens aufgelöst werden, können alle nach Abschluss des Insolvenzverfahrens noch offenen Forderungen zwar gegen den Schuldner geltend gemacht, jedoch mangels Existenz des Schuldners nicht mehr durchgesetzt werden.

Anfang 2012 ist das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) in Kraft getreten, das weitreichende Änderungen der Insolvenzordnung zur Folge hatte. Mit dem Eigenverwaltungs- und Schutzschirmverfahren stehen sanierungsfähigen Unternehmen alternative Instrumente für die erfolgreiche Überwindung einer Krise zur Verfügung.

Alternativen zum Asset Deal im Rahmen einer Regelinsolvenz

Nachdem bislang der Ablauf des Asset Deals im Rahmen einer Regelinsolvenz behandelt wurde, sollen nun mögliche Alternativen der Insolvenzordnung vorgestellt werden, (1) nämlich das Insolvenzplanverfahren (als Besonderheit der Regelinsolvenz), (2) die Eigenverwaltung und (3) das Schutzschirmverfahren.

Der Insolvenzplan

Im Vergleich zum Asset Deal einer Regelinsolvenz lässt das Insolvenzplanverfahren einem möglichen Investor größere Gestaltungsfreiheiten: Zur Erstellung des Insolvenzplans berechtigt sind Insolvenzverwalter und Schuldner, nicht jedoch Gläubiger. Die beiden Bestandteile eines Insolvenzplans sind (1) der darstellende Teil, der über das bisherige Geschehen, die Grundlagen sowie die Auswirkungen des Plans berichtet, und (2) der gestaltende Teil, in dem festgelegt wird, wie sich die Rechtsstellung der Beteiligten durch den Insolvenzplan voraussichtlich verändern wird.

Der Insolvenzplan soll den Beteiligten eines Insolvenzverfahrens die Möglichkeit geben, eine Insolvenz auf der Grundlage der Gläubigerautonomie flexibel und effizient abzuwickeln.

Sind Gläubiger mit unterschiedlicher Rechtsstellung an der Insolvenz beteiligt, können diese zu Gruppen zusammengefasst werden, innerhalb derer die Gläubiger gleich zu behandeln sind. Zwingend zu bilden sind Gruppen aus absonderungsberechtigten Gläubigern, nicht nachrangigen und nachrangigen Insolvenz-

gläubigern, und auch Arbeitnehmer und Kleingläubiger bilden in der Regel eigenständige Gruppen.

In der Vergangenheit konnten Insolvenzplanverfahren nur selten durchgeführt werden, da diese bereits von einem einzelnen Gläubiger zu Fall gebracht werden konnten. Dieser Zustand wurde mit der Einführung des Obstruktionsverbots beendet.

Legitimation erfährt ein Insolvenzplan durch Beschluss der Gläubiger. Hierzu muss für jede Gläubigergruppe bei einem Erörterungs- und Abstimmungstermin eine Kopf- und Summenmehrheit erreicht werden. Stimmt dann die Mehrheit der Gläubigergruppen dem Insolvenzplan zu und wird dieser vom Schuldner akzeptiert und vom Insolvenzgericht bestätigt, so tritt der Insolvenzplan mit allen Konsequenzen in Kraft – wovon insbesondere jene Gläubiger betroffen sind, die ihre Forderungen nicht angemeldet haben.

Die Reform der Insolvenzordnung

Häufig wurden grundsätzlich lebensfähige Unternehmen wegen der mangelnden Berechenbarkeit eines Insolvenzverfahrens davon abgehalten, einen Insolvenzantrag zu stellen. Meistens wurde in diesen Fällen der Weg der außergerichtlichen Sanierung so lange beschritten, bis die meisten Reserven aufgezehrt und tatsächlich nur noch die Liquidation des Unternehmens möglich war. Das Ziel der letzten Novelle des Insolvenzrechts, dem Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen („ESUG“), war es denn auch, Anreize zu schaffen, so dass Unternehmen früher einen Insolvenzantrag stellen. Denn je früher Unternehmen die Möglichkeiten des Insolvenzrechts in Anspruch nehmen, desto eher ist eine erfolgreiche Sanierung möglich.

Da das wirtschaftliche Risiko eines Sanierungsversuches von den Gläubigern getragen wird, ist es das primäre Ziel des ESUG, den Gläubigern stärkere Einflussmöglichkeiten bei den erforderlichen Entscheidungen für eine erfolgreiche Sanierung zu geben, also insbesondere auf die Auswahl des Insolvenzverwalters und den Ablauf des Eröffnungsverfahrens hinwirken zu können.

Die Besonderheiten des ESUG

Die wesentlichen Änderungen des ESUG betreffen

- ⑤ eine **Stärkung der Gläubigerrechte** über die Einrichtung eines vorläufigen Gläubigerausschusses, der mit weitreichenden Befugnissen ausgestattet ist. Vor Einführung des ESUG konnte ein Gläubigerausschuss erst im eröffneten Insolvenzverfahren eingesetzt werden. Gläubiger mussten sich daher auf informeller Ebene über den Stand des vorläufigen Insolvenzverfahrens informieren.
- ⑤ eine **Stärkung der Eigenverwaltung**: Schon vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens werden die Gläubiger über den vorläufigen Gläubigerausschuss in die Entscheidung über die Eigenverwaltung mit einbezogen. Unterstützt der vorläufige Gläubigerausschuss einstimmig den Antrag des Schuldners auf Eigenverwaltung, kann das Gericht diesen Antrag nicht ablehnen, bemerkenswerterweise selbst dann nicht, wenn das Gericht die Ansicht vertritt, dass den Gläubigern durch die Anordnung Nachteile entstehen. Auch bei der Auswahl des Insolvenzverwalters ist das Gericht an den Vorschlag des vorläufigen Gläubigerausschusses gebunden, sofern die vorgeschlagene Person nicht für die Übernahme des Amtes grundsätzlich ungeeignet ist.
- ⑤ die **Einführung des Schutzschirmverfahrens** als Kombination aus Insolvenzplanverfahren und Eigenverwaltung: Hierdurch erhalten Schuldner bis zu drei Monate („echtes Moratorium“) Zeit, unter Aufsicht eines vorläufigen Sachwalters frei von Vollstreckungsmaßnahmen in Eigenverwaltung einen Sanierungsplan zu erstellen, der anschließend als Insolvenzplan umgesetzt werden kann. Voraussetzung für die Einleitung eines Schutzschirmverfahrens ist, dass der Schuldner eine Bescheinigung eines in Insolvenzsachen erfahrenen Experten, in der Regel eines Steuerberaters, Wirtschaftsprüfers oder Rechtsanwalts vorlegt, aus der sich ergibt, dass eine drohende Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung, aber keine Zahlungsunfähigkeit im Sinne des § 17 InsO vorliegt und die angestrebte Sanierung nicht offensichtlich aussichtslos ist.
- ⑤ den **Tausch von Fremd- in Eigenkapital**: Analog zum Vorbild des US-

Das ESUG stärkt tendenziell die Rechte der Eigenkapitalgeber in der Insolvenz und verlagert die für die Sanierung erforderlichen Maßnahmen in einen Zeitraum vor einer entstehenden Insolvenzantragspflicht.

Um sanierungswilligen Schuldnern künftig die Möglichkeit zu eröffnen, ohne Zeitdruck einen Insolvenzantrag zu erarbeiten und diesen später in Eigenverwaltung umzusetzen, wurde mit dem ESUG das sog. Schutzschirmverfahren eingeführt.

Während des dreimonatigen Moratoriums ist der Schuldner vor Zwangsvollstreckungsmaßnahmen in das bewegliche Vermögen geschützt, kann das Gericht zur Sicherstellung der Fortführung des Unternehmens die Einziehung und Verwertung aus- bzw. absonderungsfähiger Gegenstände untersagen und Zwangsversteigerungen in Immobilienvermögen aussetzen.

amerikanischen Chapter-11-Verfahrens ist es auch unter dem ESUG möglich, Forderungen von Fremdkapitalgebern in Eigenkapitalanteile zu tauschen („Debt-to-Equity-Swap“).

- Ⓢ die **Straffung des Insolvenzplanverfahrens**: Während bislang einzelne Gläubiger das Zustandekommen eines Insolvenzplans verhindern oder zumindest hinauszögern konnten, verbleibt ihnen nunmehr aufgrund des Obstruktionsverbots ausschließlich der Weg einer Schadensersatzklage, bei dem sie ihren Schaden jedoch beweisen müssen. Den Schuldner ist es in diesem Fall auferlegt, für diese Gläubiger Mittel für den Fall bereitzustellen, dass diese ihre Schlechterstellung nachweisen.

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Solvesta ist ein Unternehmen, das in der Frühphase seiner unternehmerischen Entwicklung steht. Abgesehen von zwei Übernahmen und dem Aufbau der Organisation steht bislang noch wenig auf der Habenseite. Insofern ist jede Finanzprognose mit erheblichen Unsicherheiten verbunden. Wir orientieren uns in unserem Modell an den Planungen des Managements, das eine Übernahme von vier bis fünf Gesellschaften pro Jahr bei einer EBIT-Marge von etwa 5% vorsieht. Sollte diese Zielsetzung eintreten, würde Solvesta im Jahr 2020e nach unseren Prognosen Umsätze von EUR 350,5 Mio. und ein operatives Ergebnis von EUR 18,2 Mio. erwirtschaften.

Vier bis fünf Übernahmen pro Jahr

Gegründet 2014, hält das Unternehmen heute zwei Beteiligungen im Portefeuille: Helima und fan & more, mit annualisierten Umsätzen von EUR 26,0 Mio. bzw. EUR 13,5 Mio. und einem für 2016e erwarteten EBITDA in Höhe von EUR 0,7 Mio. bzw. EUR 0,6 Mio.

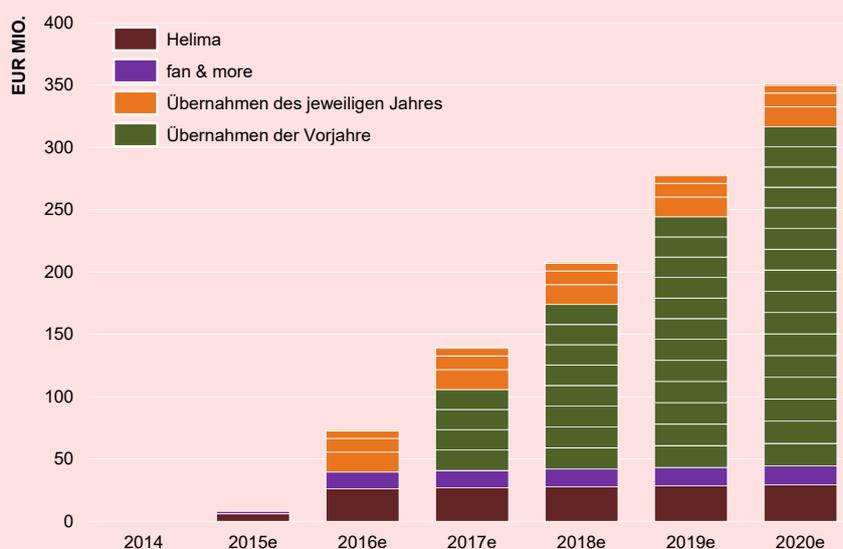
Wir modellieren vier Übernahmen pro Jahr ...

Der Finanzplan des Managements sieht vor, dass Solvesta pro Jahr vier bis fünf Unternehmen mit einem Umsatzvolumen von durchschnittlich EUR 20 Mio. übernimmt. Die Konzernenerlöse werden damit bei Umsetzung des Finanzplans um etwa EUR 80-100 Mio. pro Jahr ansteigen. Wir orientieren uns vorsichtshalber an der Unterkante dieser Guidance und verteilen diese gleichmäßig auf die vier Quartale eines Jahres. Darüber hinaus modellieren wir, dass diese aufgrund der Vorlaufzeiten einer Übernahme erst gegen Ende des Quartals vollzogen werden.

Damit modellieren wir einen Umsatzbeitrag des im Jahresverlauf ersten übernommenen Unternehmens von durchschnittlich EUR 16,0 Mio., des zuletzt übernommenen von EUR 1,0 Mio. Im Durchschnitt übernimmt Solvesta damit vier Unternehmen mit Umsätzen in der Größenordnung von EUR 34,0 Mio., die sich im folgenden Jahr inklusive der von uns unterstellten organischen Wachstumsraten von 3,0% auf EUR 65,0 Mio. nahezu verdoppeln.

Aktiv gemanagte Portfolien wie das von Solvesta stellen aus unserer Sicht keine sinnvolle Grundlage für eine Analyse der konsolidierten Finanzkennzahlen dar. Für Solvesta kommt hinzu, dass sich das Unternehmen in der Frühphase des Lebenszyklus befindet, was eine Finanzprognose ohnehin erschwert.

ABBILDUNG 20: EXTERNES UND ORGANISCHES UMSATZWACHSTUM



Wir modellieren vier Übernahmen pro Jahr, gleichmäßig verteilt auf die einzelnen Quartale. Dabei unterstellen wir, dass der Entscheidungsprozess nach jeweils zwei Monaten beendet ist, so dass eine übernommene Gesellschaft im ersten Quartal der Konsolidierung nur einen Monat einbezogen wird. In den Folgejahren haben wir ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 3,0% angesetzt.

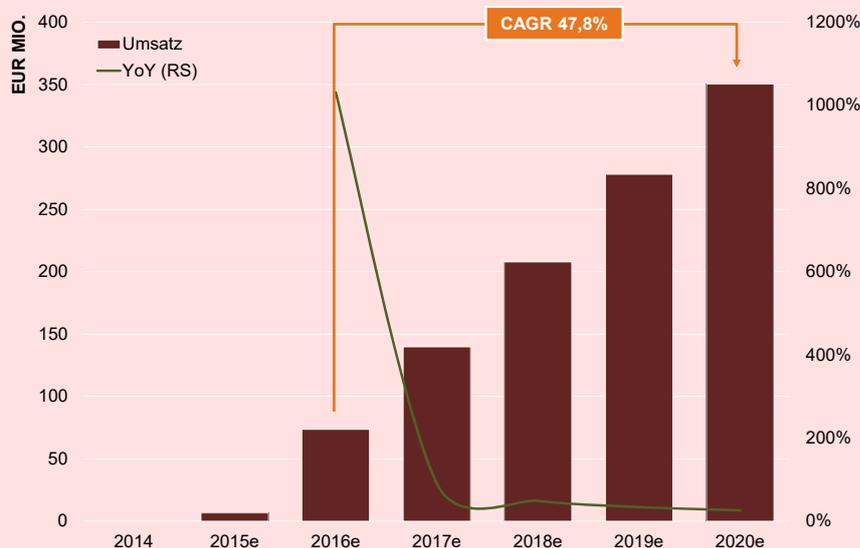
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

... so dass die Umsätze bis 2020e auf EUR 350,5 Mio. ansteigen werden

Im laufenden Jahr dürfte Solvesta mit seinen Beteiligungen Helima und fan & more, beide erst im vierten Quartal übernommen, Erlöse in Höhe von EUR 6,5 Mio. erwirtschaften. In den kommenden vier Jahren, die in unserem Modell die

Wachstumsphase markieren, rechnen wir bei jährlich vier Übernahmen und einem akquirierten Umsatz von EUR 34,0 Mio. im ersten Jahr der Konsolidierung mit einem Anstieg der Erlöse auf dann EUR 350,5 Mio. Für den Zeitraum 2016e-20e entspricht dies einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von 47,8%.

ABBILDUNG 21: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Im laufenden Jahr dürfte Solvesta mit derzeit zwei Beteiligungsgesellschaften Erlöse in Höhe von EUR 6,5 Mio. erwirtschaftet haben. In den folgenden Jahren rechnen wir mit vier Übernahmen pro Jahr, die jeweils annualisierte Umsätze von EUR 20 Mio. erwirtschaften. Bis 2020e dürften damit die Erlöse auf EUR 350,5 Mio. ansteigen. Unter dem Strich ergibt sich für den Zeitraum 2016e-20e ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 47,8%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Angestrebte EBIT-Marge von 5%

Bei einer vom Management angestrebten EBIT-Marge von 5% wird jede übernommene Gesellschaft in den ersten zwölf Monaten der Konsolidierung nach unseren Schätzungen einen durchschnittlichen EBIT-Beitrag von EUR 1,0 Mio. leisten. Sondereffekte, etwa aus der Übernahme nicht-betriebsnotwendigen Vermögens (sog. „Lucky Buy“) sind im Business Plan derzeit nicht enthalten. Per Saldo errechnen wir damit bis 2020e ein Anstieg des operativen Ergebnisses auf dann EUR 18,2 Mio.

ABBILDUNG 22: EBIT UND EBIT-MARGE



Das Management strebt den Erwerb von Unternehmen mit Umsätzen von durchschnittlich EUR 20,0 Mio. und einer EBIT-Marge von etwa 5% an. Ohne Einbeziehung von Einmalerträgen etwa aus der Kapitalkonsolidierung wird damit jede übernommene Gesellschaft in den ersten zwölf Monaten der Konsolidierung einen durchschnittlichen EBIT-Beitrag von EUR 1,0 Mio. leisten.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Stabilisierungs- und Entwicklungsphase

Nach der Übernahme treten die Gesellschaften in die Stabilisierungs- oder Entwicklungsphase ein. Solvesta rechnet damit, die Erlöse um etwa 8% jährlich steigern zu können, erwartet jedoch während dieser Phase keine substanziellen Verbesserungen der operativen Margen.

Bis 2020e Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf EUR 11,4 Mio.

Wir gehen davon aus, dass jede übernommene Gesellschaft Bankverbindlichkeiten in Höhe von etwa EUR 3,0-3,5 Mio. aufbaut. Bei einem von uns unterstellten Bankzinssatz von 3,0% ergibt sich bis zum Jahr 2020e ein Anstieg des Zinsaufwands auf bis zu knapp EUR 2,0 Mio.

Steuerquote bis 2020e bei etwa 30%, danach deutlich niedriger

In den kommenden vier Jahren dürften die Erträge von Solvesta mit einem Deutschland durchschnittlichen Satz von etwa 30,0% versteuert werden. Wenn in den Jahren danach Erträge aus dem Verkauf von Unternehmensbeteiligungen den Großteil der geschätzten Konzernerträge ausmachen werden, sollte sich der Grenzsteuersatz langfristig auf etwa 10% einpendeln, da abgesehen von einem Pauschalbetrag in Höhe von 5% der Beteiligungserträge und Veräußerungsgewinne sämtliche Erträge, die einer Kapitalgesellschaft aus einer Beteiligung an einer anderen Kapitalgesellschaft zufließen, steuerfrei sind.

Infolgedessen erwarten wir bis 2020e einen Anstieg des Ergebnisses vor und nach Steuern auf EUR 16,3 Mio. bzw. EUR 11,4 Mio. Bei 0,755 Mio. Aktien entspricht dies einem Ergebnis je Aktie in Höhe von EUR 15,11.

TABELLE 11: ENTWICKLUNG WESENTLICHER ERTRAGSKENNZAHLEN

		2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBIT	EUR Mio.	0,0	-0,7	3,0	6,6	10,3	14,6	18,2
EBT	EUR Mio.	0,0	-0,7	2,6	5,8	9,1	13,0	16,3
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,5	1,8	4,1	6,4	9,1	11,4
EPS	EUR	0,00	-0,67	2,41	5,37	8,44	12,06	15,11

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Geschätzter Kapitalbedarf von EUR 26 Mio.

Das für eine einzelne Übernahme eines Unternehmens mit Umsätzen von EUR 20 Mio. akzeptierte Cash-at-Risk beläuft sich Angaben gemäß auf EUR 0,75 Mio. Dieses setzt sich aus dem Kaufpreis und dem Aufbau von Working Capital zusammen.

TABELLE 12: DURCHSCHNITTLICHER KAPITALBEDARF PRO JAHR BIS 2020E

Kaufpreis je Übernahme	EUR Mio.	0,50
Aufbau an Working Capital je Übernahme	EUR Mio.	0,25
Cash-at-Risk je Übernahme	EUR Mio.	0,75
Anzahl an Übernahmen pro Jahr		4
Liquiditätsabfluss pro Jahr	EUR Mio.	3,00
Kosten des Overhead pro Jahr (Durchschnitt 2016e-20e)	EUR Mio.	2,50
Liquiditätsreserve pro Jahr	EUR Mio.	1,00
Durchschnittlicher Kapitalabfluss pro Jahr	EUR Mio.	6,50
Kapitalabfluss bis Steady-State (nach 4 Jahren)	EUR Mio.	26,00

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Nach Ablauf einer einjährigen Stabilisierungs- und dreijährigen Entwicklungsphase ist ab dem fünften Jahr ein Verkauf der Beteiligungen vorgesehen. Bei angestrebten vier Übernahmen pro Jahr, die mit einem erwarteten durchschnittlichen Mittelabfluss von jeweils EUR 0,75 Mio. verbunden sind, ergibt sich in Verbindung mit jährlichen Overhead-Kosten von anfänglich etwa EUR 1,0 Mio. ein gesamter Kapitalbedarf von zunächst EUR 4,0 Mio., der nach unseren

Schätzungen mit einem steigenden Overhead auf bis zu EUR 8,0 Mio. ansteigen sollte. Inklusive einer Liquiditätsreserve von EUR 1,0 Mio. besteht nach unserer Einschätzung bis zum Erreichen des „eingeschwungenen“ Steady-State-Zustands im Jahr 2019e oder 2020e ein gesamter Kapitalbedarf von etwa EUR 26,0 Mio. (vgl. Tabelle 12).

Cashflow-Statement lässt keine sinnvolle Interpretation zu

Das Cashflow-Statement, im Normalfall eine entscheidende Komponente der Unternehmensanalyse, lässt im Fall von Solvesta nur wenig Spielraum für eine sinnvolle Interpretation. Aufgrund der rechtlichen Selbständigkeit der Beteiligungsgesellschaften hätte ein negativer Cashflow bei einem Tochterunternehmen keine Auswirkungen auf den Konzern und damit auch nicht auf die Aktionäre. Daher ist aus Aktionärssicht allein die Fähigkeit eines Tochterunternehmens zur Ausschüttung einer Dividende an die Holding relevant, was allerdings von einem Außenstehenden ohne Einsicht in die jeweiligen Finanzkennzahlen nicht eingeschätzt werden kann.

Management Guidance

Bislang wurde keine Management-Guidance für dieses oder nächstes Geschäftsjahr ausgesprochen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2014-20e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	EUR Mio.	0,0	6,5	73,5	139,7	207,9	278,1	350,5
YoY	%	n/a	n/a	1030,8%	90,1%	48,8%	33,8%	26,0%
Materialaufwand in % der Umsätze	EUR Mio. %	0,0 n/a	-2,5 -38,5%	-36,8 -50,0%	-67,8 -48,5%	-97,8 -47,0%	-126,9 -45,6%	-155,1 -44,3%
Rohertrag in % der Umsätze	EUR Mio. %	0,0 n/a	4,0 61,5%	36,8 50,0%	71,9 51,5%	110,1 53,0%	151,2 54,4%	195,3 55,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	0,0	-2,9	-17,7	-47,1	-71,0	-95,3	-118,8
in % der Umsätze	%	n/a	-43,9%	-24,1%	-33,7%	-34,2%	-34,3%	-33,9%
davon Beteiligungsgesellschaften	EUR Mio.	0,0	-2,6	-16,7	-45,6	-68,8	-91,9	-113,7
davon Holding	EUR Mio.	0,0	-0,3	-1,0	-1,5	-2,3	-3,4	-5,1
Sonstige betriebliche Erträge in % der Umsätze	EUR Mio. %	0,0 n/a	0,1 0,8%	0,8 1,1%	0,9 0,6%	1,0 0,5%	1,1 0,4%	1,2 0,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen in % der Umsätze	EUR Mio. %	0,0 n/a	-2,0 -30,8%	-16,5 -22,5%	-18,4 -13,1%	-28,5 -13,7%	-40,7 -14,6%	-57,5 -16,4%
EBITDA	EUR Mio.	0,0	-0,8	3,3	7,4	11,5	16,3	20,3
in % der Umsätze	%	n/a	-12,3%	4,5%	5,3%	5,5%	5,8%	5,8%
YoY	%	n/a	n/a	159,9%	219,5%	243,0%	255,9%	257,9%
Abschreibungen in % der Umsätze	EUR Mio. %	0,0 n/a	0,1 1,2%	-0,3 -0,5%	-0,7 -0,5%	-1,1 -0,6%	-1,6 -0,6%	-2,0 -0,6%
EBIT	EUR Mio.	0,0	-0,7	3,0	6,6	10,3	14,6	18,2
in % der Umsätze	%	n/a	-11,1%	4,1%	4,7%	5,0%	5,3%	5,2%
YoY	%	n/a	n/a	159,9%	219,5%	243,0%	255,9%	257,9%
Zinsertrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-1,2	-1,6	-2,0
EBT	EUR Mio.	0,0	-0,7	2,6	5,8	9,1	13,0	16,3
in % der Umsätze	%	n/a	-11,1%	3,5%	4,1%	4,4%	4,7%	4,7%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,2	-0,8	-1,7	-2,7	-3,9	-4,9
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerquote	%	n/a	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,5	1,8	4,1	6,4	9,1	11,4
in % der Umsätze	%	n/a	-7,8%	2,5%	2,9%	3,1%	3,3%	3,3%
YoY	%	n/a	n/a	246,1%	364,7%	413,8%	422,2%	417,6%
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Ergebnis je Aktie	EUR	0,00	-0,67	2,41	5,37	8,44	12,06	15,11
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz, 2014-20e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	8,7	17,6	33,5	49,9	66,7	84,0
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,7	1,5	2,8	4,1	5,5	6,9
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	8,0	16,2	30,7	45,7	61,2	77,1
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,4	1,6	19,7	36,5	52,6	70,3	88,1
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,5	5,5	10,5	15,6	20,9	26,3
DIO	d	n/a	70,2	54,0	55,7	57,4	59,2	61,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,0	0,8	8,8	16,8	24,9	33,4	42,1
DSO	d	n/a	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2
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.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,4	0,2	5,3	9,2	12,1	16,1	19,7
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.	0,4	10,3	37,3	70,0	102,5	137,0	172,1
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	0,4	2,4	7,6	15,1	24,8	37,3	52,1
EK-Quote	%	87,5%	23,1%	20,4%	21,5%	24,2%	27,3%	30,3%
Grundkapital	EUR Mio.	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	2,3	5,7	9,1	12,5	15,9	19,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-0,2	-0,7	1,2	5,2	11,6	20,7	32,1
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.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	7,9	29,7	54,9	77,6	99,7	120,0
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	7,0	20,0	35,0	48,0	60,0	70,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,9	9,7	18,4	27,4	36,7	46,3
Tage	d	n/a	47,5	47,5	47,5	47,5	47,5	47,5
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	1,5	2,2	2,9	3,7
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.	0,4	10,3	37,3	70,0	102,5	137,0	172,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (normalisiert), 2014-20e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Langfristiges Vermögen	%	7,3%	84,6%	47,2%	47,9%	48,7%	48,7%	48,8%
Immaterielles Vermögen	%	2,2%	7,0%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Sachanlagevermögen	%	5,1%	77,6%	43,3%	43,9%	44,6%	44,7%	44,8%
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	92,7%	15,4%	52,8%	52,1%	51,3%	51,3%	51,2%
Vorräte	%	0,0%	4,7%	14,8%	15,0%	15,2%	15,2%	15,3%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	0,0%	7,6%	23,6%	24,0%	24,3%	24,4%	24,4%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	5,3%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	%	87,4%	2,2%	14,3%	13,2%	11,8%	11,7%	11,5%
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%						
PASSIVA								
Eigenkapital	%	87,5%	23,1%	20,4%	21,5%	24,2%	27,3%	30,3%
Grundkapital	%	123,9%	7,3%	2,0%	1,1%	0,7%	0,6%	0,4%
Kapitalrücklage	%	0,0%	22,3%	15,3%	13,0%	12,2%	11,6%	11,2%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-36,3%	-6,5%	3,1%	7,4%	11,3%	15,1%	18,6%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	7,2%	76,9%	79,6%	78,5%	75,8%	72,7%	69,7%
Bankschulden	%	0,0%	67,9%	53,6%	50,0%	46,8%	43,8%	40,7%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	6,4%	8,3%	26,0%	26,4%	26,8%	26,8%	26,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,8%	0,7%	0,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%
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%						

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2014-20e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	-0,5	1,8	4,1	6,4	9,1	11,4
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	-0,1	0,3	0,7	1,1	1,6	2,0
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	-0,5	-5,0	-5,0	-5,1	-5,3	-5,4
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	-0,8	-8,0	-7,9	-8,2	-8,4	-8,7
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	0,8	8,8	8,7	9,0	9,3	9,5
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,1	-0,1	1,5	0,7	0,7	0,8
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	n/a	-1,1	-2,0	2,1	3,9	7,0	9,6
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in IAV	EUR Mio.	n/a	-0,7	-0,7	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4
Investitionen in SAV	EUR Mio.	n/a	-7,9	-8,5	-15,3	-16,2	-17,1	-17,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	n/a	-8,6	-9,2	-16,6	-17,5	-18,5	-19,4
Free Cashflow	EUR Mio.	n/a	-9,7	-11,3	-14,5	-13,6	-11,4	-9,7
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	2,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	7,0	13,0	15,0	13,0	12,0	10,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	n/a	9,5	16,4	18,4	16,4	15,4	13,4
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	-0,2	5,1	3,9	2,8	4,0	3,7
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	0,4	0,2	5,3	9,2	12,1	16,1
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	n/a	0,2	5,3	9,2	12,1	16,1	19,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2014-20e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	0,0	6,5	73,5	139,7	207,9	278,1	350,5
Rohhertrag	EUR Mio.	0,0	4,0	36,8	71,9	110,1	151,2	195,3
EBITDA	EUR Mio.	0,0	-0,8	3,3	7,4	11,5	16,3	20,3
EBIT	EUR Mio.	0,0	-0,7	3,0	6,6	10,3	14,6	18,2
EBT	EUR Mio.	0,0	-0,7	2,6	5,8	9,1	13,0	16,3
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,5	1,8	4,1	6,4	9,1	11,4
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		3	139	440	943	1.346	1.749	2.152
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	1,68	34,00	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	0,67	1,50	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	1,30	8,13	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	1,50	27,50	27,50	27,50	27,50	27,50	27,50
EPS	EUR	0,00	-0,67	2,41	5,37	8,44	12,06	15,11
BVPS	EUR	0,51	3,16	10,07	19,95	32,89	49,46	69,07
CFPS	EUR	n/a	-1,40	-2,70	2,77	5,22	9,34	12,77
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							53,00
Performance bis Kursziel	%							92,7%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	n/a	-12,3%	4,5%	5,3%	5,5%	5,8%	5,8%
EBIT-Marge	%	n/a	-11,1%	4,1%	4,7%	5,0%	5,3%	5,2%
EBT-Marge	%	n/a	-11,1%	3,5%	4,1%	4,4%	4,7%	4,7%
Netto-Marge	%	n/a	-7,8%	2,5%	2,9%	3,1%	3,3%	3,3%
FCF-Marge	%	n/a	-148,7%	-15,3%	-10,4%	-6,5%	-4,1%	-2,8%
ROE	%	0,0%	-21,1%	23,9%	26,9%	25,7%	24,4%	21,9%
NWC/Umsatz	%	n/a	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	0,0	46,8	167,0	148,2	154,5	159,1	162,9
Pro-Kopf-EBIT	EUR	0,0	-5,2	6,8	7,0	7,7	8,4	8,5
Capex/Umsatz	%	n/a	-121,5%	-11,6%	-11,0%	-7,8%	-6,1%	-5,1%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	n/a	1030,8%	90,1%	48,8%	33,8%	26,0%
Rohhertrag	%	n/a	n/a	818,8%	95,8%	53,0%	37,4%	29,2%
EBITDA	%	n/a	n/a	n/a	120,1%	56,3%	41,4%	24,7%
EBIT	%	n/a	n/a	n/a	120,1%	56,3%	41,4%	24,7%
EBT	%	n/a	n/a	n/a	122,7%	57,1%	43,0%	25,3%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	n/a	122,7%	57,1%	43,0%	25,3%
EPS	%	n/a	n/a	n/a	122,7%	57,1%	43,0%	25,3%
CFPS	%	n/a	n/a	92,6%	n/a	88,3%	78,7%	36,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2014-20e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	8,7	17,6	33,5	49,9	66,7	84,0
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,4	1,6	19,7	36,5	52,6	70,3	88,1
Eigenkapital	EUR Mio.	0,4	2,4	7,6	15,1	24,8	37,3	52,1
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	7,9	29,7	54,9	77,6	99,7	120,0
EK-Quote	%	87,5%	23,1%	20,4%	21,5%	24,2%	27,3%	30,3%
Gearing	%	-99,9%	284,1%	192,6%	171,1%	144,7%	117,7%	96,4%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,0	0,4	4,6	8,8	13,1	17,5	22,1
Asset Turnover	x	0,0	0,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
EBITDA-ICR	x	n/a	n/a	8,2	8,9	9,2	10,0	10,4
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	755	755	755	755	755	755	755
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	1,3	25,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	0,5	1,1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	1,0	6,1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	1,1	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,4	6,8	14,7	25,8	35,9	43,9	50,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	0,9	32,4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	0,1	7,9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	0,6	12,9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	0,7	27,5	35,4	46,5	56,7	64,7	71,0
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	4,99	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	1,22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	1,99	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	4,24	0,48	0,33	0,27	0,23	0,20
EV/EBITDA Hoch	x	n/a						
EV/EBITDA Tief	x	n/a						
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a						
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	10,6	6,3	4,9	4,0	3,5
EV/EBIT Hoch	x	n/a						
EV/EBIT Tief	x	n/a						
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a						
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	11,8	7,0	5,5	4,4	3,9
KGV Hoch	x	n/a						
KGV Tief	x	n/a						
KGV Durchschnitt	x	n/a						
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	11,4	5,1	3,3	2,3	1,8
KBV Schlusskurs	x	2,9	8,7	2,7	1,4	0,8	0,6	0,4
FCF-Yield	%	n/a	-46,5%	-54,3%	-69,9%	-65,3%	-55,0%	-46,9%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	n/a	-1,1	-2,0	2,1	3,9	7,0	9,6
Investiver Cashflow	EUR Mio.	n/a	-8,6	-9,2	-16,6	-17,5	-18,5	-19,4
Free Cashflow	EUR Mio.	n/a	-9,7	-11,3	-14,5	-13,6	-11,4	-9,7
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	n/a	9,5	16,4	18,4	16,4	15,4	13,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Umsatz	EUR Mio.	6,5	73,5	139,7	207,9	278,1	350,5	386,8	400,8	406,0	408,8	411,3	413,8	416,3	418,8	421,3
YoY	%	n/a	n/a	90,1%	48,8%	33,8%	26,0%	10,4%	3,6%	1,3%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	-0,7	3,0	6,6	10,3	14,6	18,2	20,2	21,0	21,3	21,5	21,7	21,9	22,1	22,3	21,1
EBIT-Marge	%	-11,1%	4,1%	4,7%	5,0%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,0%
Steuern	EUR Mio.	0,2	-0,8	-1,7	-2,7	-3,9	-4,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,1
Steuerquote (τ)	%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	-0,5	2,2	4,9	7,6	10,7	13,4	18,2	18,9	19,2	19,4	19,6	19,7	19,9	20,1	19,0
Reinvestment	EUR Mio.	-7,9	-8,5	-15,3	-16,2	-17,1	-17,9	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0
FCFF	EUR Mio.	-8,4	-6,3	-10,4	-8,5	-6,4	-4,6	16,5	17,2	17,4	17,6	17,7	17,9	18,0	18,1	16,9
WACC	%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,0%	11,4%	10,7%	10,1%	9,4%	8,8%	8,2%	7,5%	5,6%
Diskontierungssatz	%	100,0%	88,8%	78,8%	70,0%	62,1%	55,2%	49,2%	44,2%	39,9%	36,3%	33,2%	30,5%	28,2%	26,2%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-8,4	-7,1	-13,2	-12,2	-10,2	-8,3	8,1	7,6	7,0	6,4	5,9	5,4	5,1	4,8	
Terminal Cashflow	EUR Mio.	16,9														
Terminal Cost of Capital	EUR Mio.	5,6%														
Terminal Value	EUR Mio.	187,4														
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	49,1														
										TV-Wachstumsrate						
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-59,4							0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	50,2							3,5%	32,70	32,90	33,20	33,40	33,70	33,90	34,10
Summe der Barwerte	EUR Mio.	39,9							4,0%	39,20	39,40	39,70	39,90	40,20	40,40	40,60
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0							4,5%	45,60	45,90	46,20	46,40	46,70	46,90	47,10
Cash	EUR Mio.	0,1							5,0%	52,10	52,40	52,70	53,00	53,20	53,40	53,60
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	40,0							5,5%	58,60	58,90	59,20	59,50	59,70	59,90	60,10
Anzahl an Aktien	1.000	755							6,0%	65,10	65,40	65,70	66,00	66,20	66,40	66,60
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	53,00							6,5%	71,60	71,90	72,20	72,50	72,70	72,90	73,10
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN																

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

Großhesseloher Straße 15c | 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 weiter gegeben 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. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risiko Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit

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

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

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

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

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

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

Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen:

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
22.12.2015	53,00	Buy	1, 2, 8

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

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

Informationsquellen

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.