

asknet

Reuters: A5AGn.DE

Bloomberg: A5A:GR

Jahresabschluss 2016 und Ausblick 2017e

Erstmals seit 2015 ist es asknet in Q4/2016 wieder gelungen, die Konzernerlöse im Jahresvergleich zu steigern. Begünstigt wurde die Entwicklung durch zahlreiche Neukundengewinne im Kernbereich eCommerce Solutions, während der Bereich Academics von einer Verschiebung mehrerer Großaufträge in das laufende Geschäftsjahr belastet war. Die für das laufende Geschäftsjahr ausgesprochene Guidance einer weiteren Verbesserung von Umsatz und Ertragslage basiert auf weiteren Neukundenabschlüssen, dem sukzessiven Hochfahren der im vergangenen Jahr gewonnenen Neukundenverträge und der Realisierung der in 2016 verschobenen Software-Großprojekte im Bereich Academics. Wir errechnen ein DCF-Entity-Modell basiertes Kursziel von EUR 2,90 je Aktie (Base Case-Szenario) und bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der asknet AG.

Umsatz und Ergebnis 2016 im Überblick

Vergangenen Freitag hat asknet den Jahresabschluss 2016 veröffentlicht. Im vergangenen Jahr konnte asknet **Bruttoumsätze** von EUR 68,7 Mio. (Vj.: EUR 73,3 Mio., -6,3% YoY) erzielen. Im vierten Quartal 2016 erreichten die Bruttoerlöse EUR 19,5 Mio. (+7,2% YoY) und die Roherträge EUR 2,6 Mio. (-1,6%). Damit konnte asknet im Q4/2016 erstmals seit Q3/2015 wieder einen Erlösanstieg vermelden. Ursächlich für die Rückkehr auf den Wachstumspfad waren insgesamt 18 Neukundenverträge, die asknet im vergangenen Jahr im Bereich eCommerce Solutions vor allem in Asien akquirieren konnte und die im Jahresverlauf sukzessive live gegangen sind. Dabei hätte die Umsatzentwicklung in Q4/2016 noch besser verlaufen können, hätte der Geschäftsbereich Academics die üblicherweise zum Jahresende auftretenden Großaufträge in dem erwarteten Ausmaß realisieren können.

Die **Roherträge** verringerten sich im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 9,2 Mio. von EUR 10,6 Mio. im Vorjahr (-13,4% YoY) Die Rohertragsmarge sank auf 13,3% von 14,4% im Vorjahresvergleich. Verantwortlich für den Rückgang war vor allem der Bereich Academics, der noch im Vorjahr von einigen Großprojekten profitiert hatte, die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 nicht in vergleichbarem Umfang realisiert wurden. Im Bereich Academics hat sich die Rohertragsmarge im für den Gesamtjahreserfolg wichtigen vierten Quartal auf 4,8% von 14,7% im Vorjahr mehr als gedrittelt.

Das **Ergebnis vor Steuern** sank 2016 auf EUR -1,8 Mio., nachdem noch 2015 ein operativer Gewinn von EUR 0,1 Mio. erzielt worden war. Für die Ergebnisverschlechterung verantwortlich waren neben dem Umsatz- und Rohertragsrückgang vor allem außerordentliche Rückstellungen aufgrund einer Umsatzsteuernachzahlung in Norwegen inklusive bereits geleisteter Vorauszahlungen zur Minderung der Zinslast an die norwegischen Steuerbehörden. Bereinigt um diese Effekte lag das Vorsteuerergebnis 2016 bei EUR -1,1 Mio.

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 1,39

Kursziel: EUR 2,90 (bislang EUR 3,90)

WKN/ISIN: 517330/DE0005173306

Indizes: Entry Standard All Share

Transparenzlevel: Entry Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 5,1 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 7,1 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 10.000

Q1/2017: 24.05.2017

EUR Mio. (31/12)	2015	2016	2017e	2018e
Umsatz	73,3	68,7	80,4	88,5
Serv. Revenues	10,0	8,6	10,7	12,1
EBITDA	0,2	-1,5	-0,6	0,3
EBIT	0,1	-1,7	-0,7	0,1
EBT	0,1	-1,8	-0,7	0,2
EAT	0,1	-1,8	-0,7	0,2

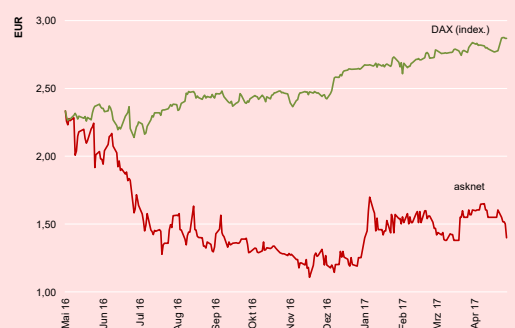
% Serv. Rev.	2015	2016	2017e	2018e
EBIT	1,0%	-19,3%	-6,9%	1,2%
EBT	0,9%	-21,4%	-6,4%	1,7%
EAT	0,8%	-21,4%	-6,2%	1,7%

Je Aktie/EUR	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,02	-0,36	-0,13	0,04
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,81	0,32	0,18	0,22
Cashflow	-0,43	0,07	-0,54	0,06

%	2015	2016	2017e	2018e
EK-Quote	33,9%	14,3%	9,9%	10,7%
Gearing	-129%	-313%	-166%	-151%

x	2015	2016	2017e	2018e
KGV	n/a	n/a	n/a	35,3
EV/Umsatz	0,04	0,02	0,07	0,06
EV/EBIT	32,4	n/a	n/a	36,1
KBV	2,0	3,9	7,8	6,4

EUR Mio.	2017e	2018e
Guidance: Rohertrag	↗	↗
Guidance: EBT	↗	↗



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

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

susanne.hasler@sphene-capital.de

Mit dem laufenden Geschäftsjahr 2017 kehrt asknet zu einer zweiteiligen Geschäftsbereichsorganisation zurück. Die beiden Bereiche Digital und Physical Goods gehen in der neu geschaffenen Business Unit eCommerce Solutions auf. Weitere organisatorische Veränderungen betreffen bislang zentral geführte Backoffice-Abteilungen, die nun auf die Business Units ausgegliedert wurden, und bislang dezentral geführte Entwicklungsabteilungen in einer neugeschaffenen Zentralstelle zusammengefasst wurden. Das Unternehmen verspricht sich davon deutliche Produktivitätsfortschritte bei der Einführung neuer Produkte, insbesondere für die eCommerce Suite und für Standalone-Produkte auf der Basis einzelner Features der Suite.

Business Unit eCommerce Solutions

In der Business Unit eCommerce Solutions, die bislang auf die beiden Bereiche Digital Goods und Physical Goods verteilt war, ermöglicht asknet kleinen bis mittleren, jedoch in der Regel global tätigen Softwareherstellern den Download von Software. In diesem Bereich konnten die Bruttoerlöse im vergangenen Jahr auf EUR 48,8 Mio. von EUR 46,9 Mio. gesteigert werden (+3,9% YoY). Die Roherträge verringerten sich demgegenüber auf EUR 6,0 Mio. von EUR 6,1 Mio. (-2,0% YoY), was einer Rohertragsmarge von 12,3% (Vorjahr 13,0%) entspricht. Dabei war der Bereich von erheblichen Veränderungen charakterisiert: Im Zentrum standen die Intensivierung der Vertriebsaktivitäten und der Launch neuer Produkte. So konnten (vornehmlich von der asiatischen Landesgesellschaft) zwölf Neukunden der eCommerce-Suite gewonnen werden. An Bedeutung gewinnen konnten überdies in der Wertschöpfung nachgelagerte Prozessstufen wie etwa asknet Verify, mit der online etwa Schüler- und Studentennachweise verifiziert werden können.

Business Unit Academics

In der Business Unit Academics, wo asknet Software-Beschaffungsportale für Universitäten, Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Universitätskliniken und Unternehmen in Form von zentralen Intranet-Portalen betreibt, gingen die Bruttoerlöse im vergangenen Jahr auf EUR 20,0 Mio. zurück (-24,3% YoY). Die Roherträge verringerten sich auf EUR 2,9 Mio. (-32,0% YoY), was einer Rohertragsmarge von 14,5% (Vorjahr 16,2%) entspricht. Angaben gemäß werden die nicht im vergangenen Jahr erfolgten Transaktionen in diesem Jahr sukzessive umgesetzt werden, so dass sich die Umsatz- und Ertragslage wieder auf einem deutlich höheren Niveau stabilisieren sollte.

Organisatorische Veränderungen zur Verbesserung der Effizienz

Im vergangenen Jahr wurden bei asknet verschiedene organisatorische Veränderungen umgesetzt. Neben der Integration der beiden bislang getrennt agierenden Bereiche Digital Goods und Physical Goods in die Business Unit eCommerce Solutions wurden die wesentlichen Backoffice-Abteilungen in die jeweiligen Business Units integriert, wodurch eine vollumfängliche Kunden- und Produktverantwortung in den jeweiligen Business Units geschaffen wurde. Angaben gemäß wird asknet dadurch eine schnellere Realisierung von Neuprojekten und eine bessere Kundenbetreuung ermöglicht. Einen gegensätzlichen Weg beschreitet asknet im technischen Backoffice, das zukünftig nicht mehr von den Business Units selbst durchgeführt wird, sondern in einer zentralen Abteilung Technical Product Management gebündelt ist. Schließlich wurde, als Reaktion auf die Steuerthematik in Norwegen, das Risikomanagementsystem vollständig überarbeitet und ein „Code of Conduct“ erstellt.

TABELLE 1: GESCHÄFTSBEREICHE IM ÜBERBLICK, 2008-18E

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	74,7	68,9	72,7	65,4	74,8	82,2	89,4	73,3	68,7	80,4	88,5
eCommerce S.	EUR Mio.	53,6	47,4	45,5	42,2	53,2	57,3	52,5	46,9	48,8	57,9	63,5
Academics	EUR Mio.	21,1	21,5	27,1	23,2	21,6	24,9	36,9	26,4	20,0	22,4	25,0
YoY	%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%	-18,0%	-6,3%	16,9%	10,2%
eDistribution	%	20,7%	-11,5%	-4,0%	-7,4%	26,2%	7,7%	-8,4%	-10,6%	3,9%	18,8%	9,7%
Academics	%	2,9%	1,7%	26,1%	-14,3%	-7,1%	15,3%	48,1%	-28,5%	-24,3%	12,3%	11,5%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Nach der Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2016 und der Veröffentlichung der Guidance für das laufende Geschäftsjahr haben wir unsere Schätzungen für die kommenden beiden Jahre überarbeitet. Für die Geschäftsjahre 2017e und 2018e rechnen wir nunmehr mit Bruttoumsätzen in Höhe von EUR 80,4 Mio. und EUR 88,59 Mio. Das Ergebnis vor Steuern erwarten wir für dieses Jahr einen Verlust von EUR -0,7 Mio. (bislang EUR 0,4 Mio.) und für das nächste Jahr einen Gewinn von EUR 0,2 Mio.

Guidance für 2017ff

Mit dem Jahresabschluss 2016 wurde auch eine Guidance für das laufende Jahr ausgesprochen. Danach erwartet asknet für 2017 in beiden Bereichen steigende Umsätze und Roherträge. Basis dieser Prognosen im Bereich eCommerce Solutions sind weitere Neukundenabschlüsse sowie das sukzessive Hochfahren der im vergangenen Jahr gewonnenen Neukundenverträge. Im Bereich Academics rechnet asknet mit der Umsetzung der nicht in 2016 erfolgten Software-Großprojekte und mit einer verstärkten Neukundengewinnung, vor allem auf dem österreichischen Markt. Ertragsseitig erwartet asknet anhaltende Aufwendungen aus dem 2015 eingeleiteten Change-Prozess sowie erhöhte Entwicklungsaufwendungen. Trotz steigender Roherträge wird dementsprechend mit einem gegenüber 2016 verbesserten, jedoch unverändert negativen Vorsteuerergebnis gerechnet. Angaben gemäß sollte jedoch mittelfristig, nach Abschluss des Change-Prozesses, eine Vorsteuerrendite von bis zu 10% (bezogen auf die Roherträge) erzielbar sein.

Prognosen 2017e und 2018e

Angesichts dieser Vorgaben haben wir unser Modell überarbeitet und rechnen für 2017e mit Bruttoumsätzen in Höhe von EUR 80,4 Mio. (bislang EUR 82,9 Mio.) Für 2018e rechnen wir mit einem weiteren deutlichen Umsatzanstieg auf EUR 88,59 Mio. (+10,2% YoY.). Das Ergebnis vor Steuern sehen wir in diesem Jahr bei EUR -0,7 Mio. (bislang EUR 0,4 Mio.) und im nächsten Jahr bei EUR 0,2 Mio.

Nach der Anpassung unserer Prognosen und der Umstellung auf das neue Geschäftsjahr ergibt sich aus unserem dreiphasigen DCF-Entity-Modell ein Kursziel von EUR 2,90 (bislang EUR 3,90) je Aktie (Base Case-Szenario). Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 1,39 je Aktie bedeutet unser Base Case-Szenario auf Sicht von zwölf Monaten ein erwartetes Kurssteigerungspotenzial von 108,6%. Damit bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der asknet AG.

Basisannahmen für das DCF-Modell

Aufgrund eines wenig kapitalintensiven Geschäftsmodells, bei dem Investitionen in Sachanlagen vernachlässigbar sind und aus dem Working Capital sogar Liquiditätsüberschüsse vereinnahmt werden können und der von uns erwarteten Ergebnisentwicklung ist aus unserer Sicht ein langfristig angelegtes dreiphasiges DCF-Entity-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien der asknet AG.

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

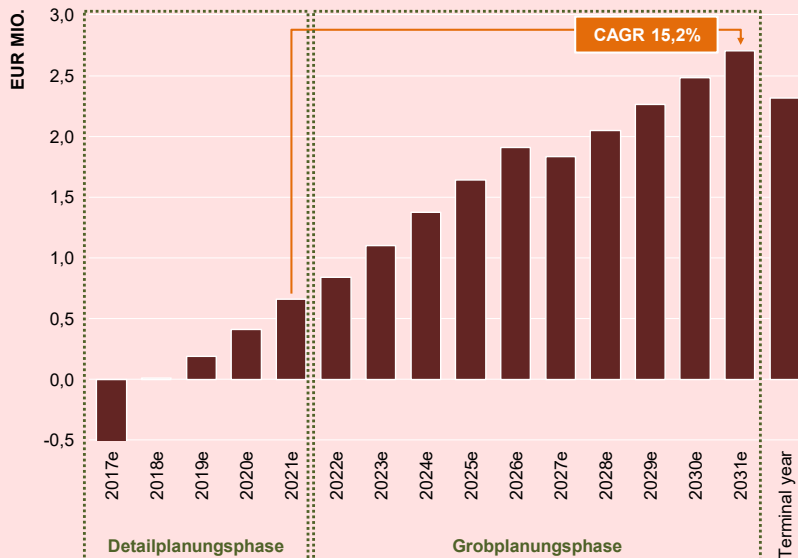
Wir unterstellen für die drei Phasen unseres DCF-Modells folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1 (Detailplanungsphase)** des DCF-Modells legen wir zunächst die detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen unseres integrierten Bewertungsmodells bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten während dieses Zeitraums durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Bruttoerlöse 2016-21e in Höhe von 9,7%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2 (Grobplanungsphase)**, die 2031e endet, haben wir eine sukzessive rückläufige Wachstumsrate der Bruttoumsätze unterstellt. Im Endeffekt haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 1,6% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen des Unternehmens langfristig durchsetzbaren Marken annähern werden.
- ⑤ 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.

Bis 2021e liegen dem DCF-Modell unsere integrierten Unternehmensplanungen aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Cashflow-Statement zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2031e endet. Anschließend ermitteln wir den Terminal Value und die Barwerte sämtlicher Cashflows.

Bezogen auf die Freien Cashflows erwarten wir während der Detail- und Grobplanungsphase sowie der Phase des Terminal Value nachstehende Entwicklung:

ABBILDUNG 1: FREE CASHFLOW-ENTWICKLUNG



Die durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten des Free Cashflows während der Grobplanungsphase belaufen sich auf 15,2%. Im Terminal Value schließlich modellieren wir aufgrund des dann unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen Rückgang der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes stellt.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Die weiteren, unserem DCF-Entity-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

- Ⓢ sich die wichtigen **Performance-Kennzahlen** während der Grobplanungsphase einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- Ⓢ sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Bruttoerlöse) von 0,7% in 2021e auf 2,7% (Peak Margins) in 2031e sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 2,5% liegen werden;
- Ⓢ sich der **Grenzsteuersatz** aufgrund der hohen steuerlichen Verlustvorträge bis 2027e auf einem nur von Mindeststeuern hervorgerufenen Niveau bewegt und er im Terminal Value auf das für Deutschland durchschnittliche Niveau von bis zu 25,0% ansteigen wird.
- Ⓢ asknet einen im Zeitablauf stetig steigenden **Kapitalumschlag** aufweist, was sich in steigenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird.
- Ⓢ asknet ein synthetisches Rating von BB aufweist. Unterstellen wir ferner eine Recovery Rate von 10%, errechnet sich daraus eine **Ausfallwahrscheinlichkeit** des Unternehmens im Terminal Value von 4,1% pro Jahr.
- Ⓢ asknet mit einem **Fundamental-beta** von 1,30 bewertet wird, in das neben dem Markt-beta auch Risiken aus der Wettbewerbsintensität, dem Diversifizierungsgrad und der Unternehmensprognose mit jeweils 0,1 Punkten eingehen.
- Ⓢ dass die von asknet im Jahr 2017e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 6,9% diskontiert werden (siehe Tabelle 4). Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,3 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 von derzeit 3,8% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,5% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (0,5%) und einer Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem erwarteten Rating von BB sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa

7,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass asknet mit einer branchenadäquaten Zielkapitalstruktur von 90%/10% finanziert wird.

TABELLE 4: WACC, 2017E

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		5,5%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,3
Erwartete Risikoprämie	%	3,8%
Small Cap-Prämie	%	1,5%
Management-Prämie	%	0,5%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	90,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	6,3%
Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	7,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	7,6%
Steuerquote	%	31,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	5,2%
Zielkapitalstruktur	%	10,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,5%
WACC basierend auf Marktwerten	%	6,9%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

☞ dass asknet im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir bis zum Erreichen der Phase des Terminal Value einen Rückgang der gewichteten Kapitalkosten von derzeit 6,9% auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer langfristigen Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 2,90 je Aktie

In unserem dreistufigen DCF-Bewertungsmodell werden 51,4% des ermittelten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet. 47,8% des Unternehmenswertes ergeben sich aus den während der Grobplanungsphase, 0,8% aus den in der Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Aktuell bzw. nach Erreichen des Kursziels wird die asknet-Aktie mit den folgenden Multiplikatoren bewertet:

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 2,90 je Aktie (bislang EUR 3,90)

TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

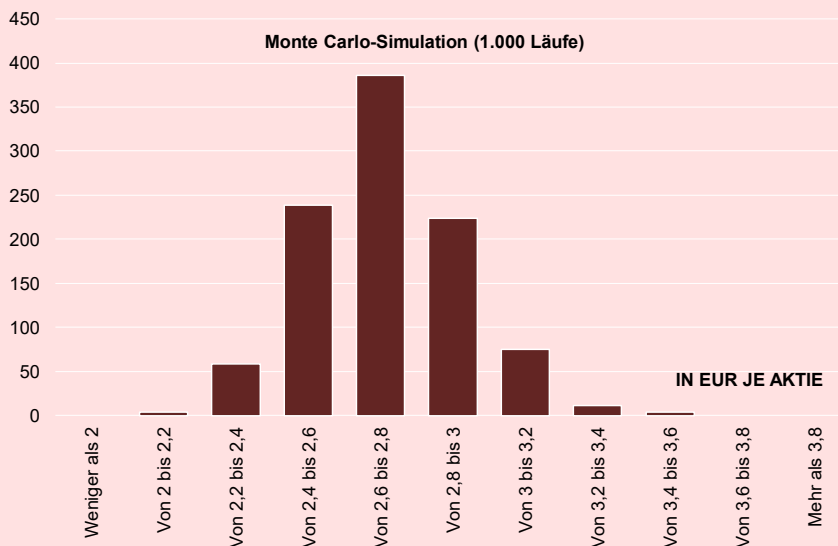
X	Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel EUR 2,90		
	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
KGV	n/a	35,3x	18,2x	n/a	73,6x	38,0x
EV/Umsatz	0,07x	0,06x	0,05x	0,16x	0,15x	0,13x
EV/EBIT	n/a	36,1x	15,2x	n/a	87,4x	37,5x
KBV	7,8x	6,4x	4,7x	16,2x	13,3x	9,8x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Monte Carlo-Simulation

In einer Monte Carlo-Simulation wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt rund 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Dabei zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 11,2 Mio. bzw. über EUR 18,3 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Je Aktie entsprechen diese Angaben Kurse von EUR 2,20 und EUR 3,60 (vgl. nachstehende Abbildung 2).

ABBILDUNG 2: SZENARIOANALYSE ANHAND MONTE CARLO-SIMULATION



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden. Das Ergebnis ist eine linkssteile (rechtsschiefe) Verteilung mit einem Modus bei Werten des Eigenkapitals zwischen EUR 2,60 und EUR 2,80 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Risiken für unser Rating und Kursziel

Risiken für unser Rating und unser Kursziel ergeben sich aus den folgenden Punkten:

- Ⓢ Seit dem Börsengang Ende 2006 hat asknet erhebliche **operative Verluste** angesammelt, wodurch die Reputation des Unternehmens am Kapitalmarkt gelitten hat.
- Ⓢ asknet hat in den letzten Jahren **kaum aktive Investor Relations-Politik** betrieben und muss Kontakte zu institutionellen Small Caps-Investoren erst sukzessive aufbauen.
- Ⓢ asknet ist deutlich kleiner als der **Marktführer Digital River** und steht zudem im Wettbewerb mit anderen Anbietern von E-Commerce-Outsourcing-Dienstleistungen, mit Softwareentwicklern, Billing-Anbietern, Systemintegratoren und letztlich auch Online-Einzelhändlern, die eigene E-Commerce-Seiten unterhalten.
- Ⓢ **Abhängigkeit von Kunden:** Die bedeutendsten fünf Kunden dürften im vergangenen Jahr für knapp zwei Drittel der Service Revenues in den Segmenten Digital Goods und Physical Goods verantwortlich gewesen sein. Operative Schwächen dieser Kunden dürften sich nach unserer Einschätzung auch zukünftig in der Ertragslage von asknet niederschlagen.
- Ⓢ Aus der Aktionärsstruktur lässt sich ein **möglicher Stock Overhang** der Aktionäre ableiten, mit dessen Auswirkungen jedoch vor Erreichen zweistelliger Kurse aus unserer Sicht nicht zu rechnen ist.
- Ⓢ **Zyklizität der Geschäftsentwicklung:** Der Absatz von Software folgt auch zyklischen Mustern und ein unerwarteter konjunktureller Einbruch würde nach unserer Einschätzung die Ertragslage von asknet belasten.

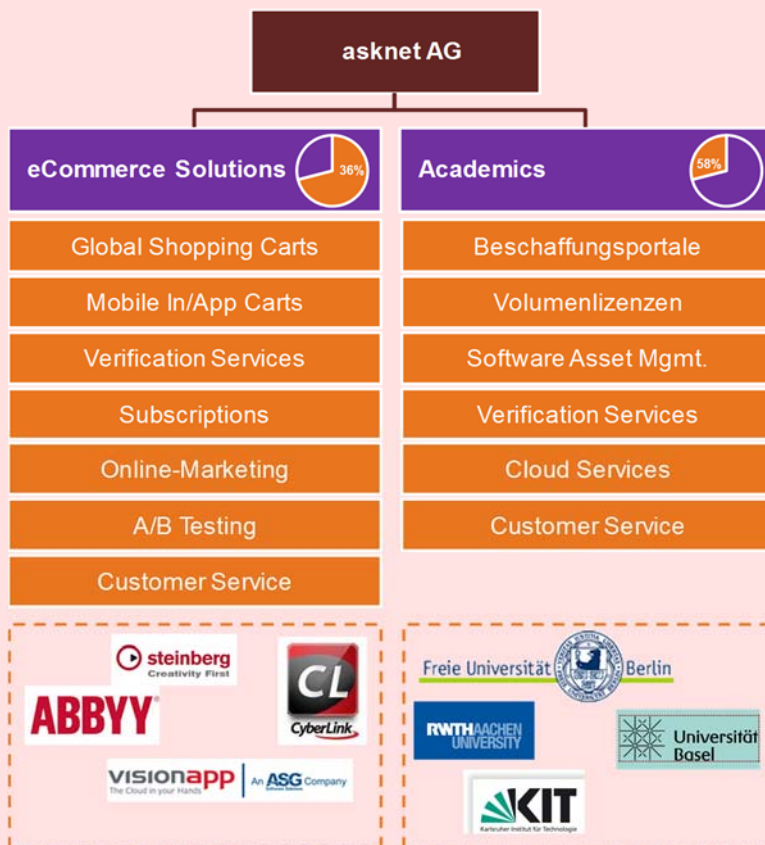
Risiken

Unternehmensprofil

Mit knapp 3.000 Transaktionen pro Tag ist asknet einer der führenden Anbieter von Software-Lösungen und IT-Dienstleistungen für den Onlinevertrieb von physischen und digitalen Produkten. Dabei ist asknet in zwei Geschäftsfeldern tätig:

- ⑤ Kerngeschäft von asknet ist die Erstellung und der Betrieb von Online-Shops (Business Unit **eCommerce Solutions**), mit deren Hilfe der Download von Software für kleine bis mittlere, jedoch in der Regel global tätige Softwarehersteller ermöglicht wird, das Handling zahlreicher Währungen und Bezahlmethoden, das Angebot unterschiedlicher Sprachen oder Steuerregime. An Bedeutung gewinnen dabei insbesondere in der Wertschöpfung nachgelagerte Prozessstufen wie etwa asknet Verify, mit der etwa Studentennachweise verifiziert werden können. An Bedeutung verliert demgegenüber der Vertrieb physischer Güter.
- ⑤ Schließlich entwickelt und betreibt asknet in der Business Unit **Academics** Software-Beschaffungsportale für Universitäten, Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Universitätskliniken und Unternehmen in Form von zentralen Intranet-Portalen, über die berechtigte User Softwareprodukte erwerben können, berät Hochschulen, Universitätskliniken sowie andere Forschungs- und Bildungseinrichtungen und integriert sich über Cross-Selling tiefer in deren Organisationen.

ABBILDUNG 3: ORGANIGRAMM, UMSATZANTEILE (2016) UND AUSWAHL VON KUNDEN



asknet ist in Deutschland, den USA und in Japan mit eigenen Standorten präsent. Über diese werden wesentliche Teile der Welt-IT adressiert.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Mit den von asknet angebotenen Produkten und Dienstleistungen wird es den Kunden ermöglicht, Software über das Internet zu vertreiben oder zu beschaffen. Aufgrund der nahtlosen Back-end- und Front-end-Integration des Online-Shops fällt es dem User in der Regel nicht unmittelbar auf, dass er auf eine asknet-Webpage wechselt und sich nicht mehr auf der Website des Unternehmens bzw. der

Organisation befindet. Systembrüche treten bei den von asknet angebotenen Lösungen nicht auf. Für den Käufer entfallen die mit einem Erwerb und der Auslieferung der Software verbundenen (Reise-, Verpackungs- oder Porto-) Kosten und Wartezeiten. Für den Softwareentwickler entstehen Vorteile vor allem durch die Erweiterung der Wertschöpfungskette um die Online-Komponente, das Umgehen des Vertriebskanals und damit Margenverbesserungen, durch die hohe Skalierbarkeit der Shops, Kostenvorteile aus dem Shop-Betrieb und eine deutlich bessere Kundenbindung.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2018e

		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	74,8	82,2	89,4	73,3	68,7	80,4	88,5
YoY	%	14,4%	9,9%	8,7%	-18,0%	-6,3%	16,9%	10,2%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,9	0,6	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7
Gesamtleistung	EUR Mio.	75,7	82,8	90,0	74,0	69,4	81,0	89,2
YoY	%	15,4%	9,4%	8,7%	-17,8%	-6,3%	16,8%	10,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-64,9	-72,1	-79,1	-63,4	-60,2	-69,6	-76,4
in % der Gesamtleistung	%	-85,8%	-87,1%	-88,0%	-85,6%	-86,7%	-85,9%	-85,7%
Rohertrag	EUR Mio.	10,8	10,7	10,8	10,6	9,2	11,4	12,8
YoY	%	7,1%	-0,5%	1,3%	-1,9%	-13,4%	24,0%	11,9%
in % der Gesamtleistung	%	14,2%	12,9%	12,0%	14,4%	13,3%	14,1%	14,3%
Service Revenues	EUR Mio.	9,9	10,1	10,2	10,0	8,6	10,7	12,1
YoY	EUR Mio.	0,5%	-9,9%	43,4%	-38,6%	23,8%	25,5%	12,4%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	13,1%	12,3%	11,4%	13,5%	12,3%	13,3%	13,5%
Personalaufwand	EUR Mio.	-4,8	-5,0	-5,4	-5,2	-5,4	-6,1	-6,0
in % der Bruttoerlöse	%	-6,3%	-6,1%	-6,1%	-7,1%	-7,8%	-7,6%	-6,8%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-5,8	-5,4	-5,2	-5,2	-5,3	-5,9	-6,4
in % der Bruttoerlöse	%	-7,8%	-6,5%	-5,8%	-7,1%	-7,8%	-7,4%	-7,3%
EBITDA	EUR Mio.	0,2	0,4	0,2	0,2	-1,5	-0,6	0,3
in % der Service Revenues	%	2,0%	3,7%	2,3%	2,3%	-17,6%	-5,5%	2,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,7	-0,7	0,1
YoY	%	-109,5%	180,0%	-52,2%	-16,5%	-1843,0%	-54,8%	-120,1%
YoY	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,8	-1,2	0,3	0,9	0,2
in % der Service Revenues	%	0,9%	2,3%	1,1%	1,0%	-19,3%	-6,9%	1,2%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,8	-0,7	0,2
in % der Service Revenues	%	1,0%	2,4%	1,1%	0,9%	-21,4%	-6,4%	1,7%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	-23,8%	-4,2%	-8,3%	-11,2%	0,0%	-3,0%	-3,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,8	-0,7	0,2
in % der Service Revenues	%	0,8%	2,3%	1,0%	0,8%	-21,4%	-6,2%	1,7%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1
EPS	EUR	0,02	0,05	0,02	0,02	-0,36	-0,13	0,04

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2016 (Quartale)

		Q1/16	Q2/16	H1/16	Q3/16	9M/16	Q4/16e	2016
Bruttoerlöse	EUR Mio.	15,8	19,4	35,2	14,1	49,2	19,5	68,7
YoY	%	-5,8%	-4,2%	-4,9%	-22,6%	-10,7%	7,2%	-6,3%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,1	0,3	0,4	0,1	0,4	0,2	0,6
Gesamtleistung	EUR Mio.	15,9	19,7	35,5	14,1	49,7	19,7	69,4
YoY	%	-6,6%	-3,1%	-4,7%	-22,8%	-10,6%	7,0%	-6,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-13,6	-17,2	-30,8	-12,2	-43,1	-17,1	-60,2
in % der Gesamtleistung	%	-85,9%	-87,4%	-86,8%	-86,5%	-86,7%	-86,8%	-86,7%
Rohertrag	EUR Mio.	2,2	2,5	4,7	1,9	6,6	2,6	9,2
YoY	%	-8,6%	2,5%	-3,1%	-39,2%	-17,2%	-1,6%	-13,4%
in % der Gesamtleistung	%	14,1%	12,6%	13,2%	13,5%	13,3%	13,2%	13,3%
Service Revenues	EUR Mio.	2,1	2,2	4,3	1,8	6,2	2,4	8,6
YoY	EUR Mio.	-18,2%	-0,8%	-14,0%	22,0%	26,3%	24,1%	23,8%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	13,5%	11,1%	12,2%	13,0%	12,4%	12,2%	12,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,4	-2,7	-1,3	-4,0	-1,4	-5,4
in % der Bruttoerlöse	%	-8,6%	-7,0%	-7,7%	-9,1%	-8,1%	-7,0%	-7,8%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,3	-1,5	-2,8	-1,2	-4,0	-1,3	-5,3
in % der Bruttoerlöse	%	-8,5%	-7,5%	-7,9%	-8,7%	-8,2%	-6,8%	-7,8%
EBITDA	EUR Mio.	-0,5	-0,3	-0,8	-0,6	-1,4	-0,1	-1,5
in % der Service Revenues	%	-21,4%	-15,4%	-18,4%	-33,1%	-22,8%	-4,3%	-17,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-0,5	-0,4	-0,9	-0,6	-1,5	-0,1	-1,7
YoY	%	190,1%	222,3%	203,1%	-210,2%	-601,5%	-31,7%	-1843,0%
YoY	EUR Mio.	-1,8	0,1	-1,7	-0,3	0,4	0,1	0,3
in % der Service Revenues	%	-23,0%	-17,0%	-20,0%	-35,3%	-24,5%	-5,9%	-19,3%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,3	-0,3	0,1	-0,2	0,0	-0,2
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-0,5	-0,7	-1,2	-0,6	-1,7	-0,1	-1,8
in % der Service Revenues	%	-23,0%	-31,3%	-27,2%	-30,3%	-28,1%	-4,3%	-21,4%
Steuern	EUR Mio.	0,0	-1,1	-1,1	0,3	-0,8	0,8	0,0
in % des EBT	%	0,1%	159,3%	92,5%	-58,0%	44,3%	-742,6%	0,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,5	-1,8	-2,3	-0,2	-2,5	0,7	-1,8
in % der Service Revenues	%	-23,0%	-81,1%	-52,3%	-12,7%	-40,5%	27,6%	-21,4%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
EPS	EUR	-0,10	-0,35	-0,44	-0,05	-0,49	0,13	-0,36

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2017e (Quartale)

		Q1/17e	Q2/17e	H1/17e	Q3/17e	9M/17e	Q4/17e	2017e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	18,0	22,6	40,7	16,3	56,9	23,4	80,4
YoY	%	14,4%	16,6%	15,6%	15,7%	15,7%	20,1%	16,9%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,1	0,3	0,4	0,1	0,5	0,2	0,7
Gesamtleistung	EUR Mio.	18,1	22,9	41,0	16,3	57,4	23,6	81,0
YoY	%	14,3%	16,4%	15,5%	15,6%	15,5%	20,0%	16,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-15,4	-19,9	-35,3	-14,0	-49,3	-20,3	-69,6
in % der Gesamtleistung	%	-85,1%	-86,7%	-86,0%	-85,7%	-85,9%	-86,0%	-85,9%
Rohertrag	EUR Mio.	2,7	3,1	5,8	2,3	8,1	3,3	11,4
YoY	%	21,2%	23,6%	22,5%	23,0%	22,6%	27,3%	24,0%
in % der Gesamtleistung	%	14,9%	13,3%	14,0%	14,3%	14,1%	14,0%	14,1%
Service Revenues	EUR Mio.	2,6	2,8	5,4	2,3	7,6	3,1	10,7
YoY	EUR Mio.	22,0%	26,3%	24,1%	23,8%	24,1%	29,3%	25,5%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	14,4%	12,0%	13,1%	13,9%	13,3%	13,1%	13,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-2,0	-1,4	-3,4	-1,3	-4,7	-1,4	-6,1
in % der Bruttoerlöse	%	-11,2%	-6,1%	-8,3%	-7,8%	-8,2%	-6,0%	-7,6%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,5	-1,6	-3,1	-1,3	-4,4	-1,5	-5,9
in % der Bruttoerlöse	%	-8,0%	-7,1%	-7,5%	-8,3%	-7,7%	-6,5%	-7,4%
EBITDA	EUR Mio.	-0,8	0,1	-0,7	-0,3	-1,0	0,4	-0,6
in % der Service Revenues	%	-29,2%	2,7%	-12,8%	-12,3%	-12,7%	12,0%	-5,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-0,8	0,0	-0,8	-0,3	-1,1	0,3	-0,7
YoY	%	62,0%	-110,4%	-12,2%	-50,7%	-28,6%	-335,1%	-54,8%
YoY	EUR Mio.	0,5	0,9	0,7	0,1	0,8	0,0	0,9
in % der Service Revenues	%	-30,5%	1,4%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	10,7%	-6,9%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-0,8	0,1	-0,7	-0,3	-1,0	0,3	-0,7
in % der Service Revenues	%	-30,0%	1,9%	-13,6%	-13,4%	-13,6%	11,1%	-6,4%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,8	0,1	-0,7	-0,3	-1,0	0,3	-0,7
in % der Service Revenues	%	-29,1%	1,9%	-13,2%	-13,0%	-13,2%	10,8%	-6,2%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
EPS	EUR	-0,15	0,01	-0,14	-0,06	-0,20	0,07	-0,13

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz, 2012-2018e

		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,3	0,3	1,4	1,4	1,8	1,8	1,9
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	1,1	1,1	1,6	1,6	1,6
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
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.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	13,0	12,5	16,2	10,3	9,4	7,2	8,4
Vorräte	EUR Mio.	0,4	1,0	1,0	0,8	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	5,4	6,4	7,6	3,6	3,8	4,8	5,8
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,6	0,2	0,2	0,6	0,4	0,8	0,8
Liquide Mittel	EUR Mio.	6,6	4,9	7,5	5,3	5,2	1,5	1,7
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	13,5	13,1	17,7	12,2	11,5	9,2	10,4
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	3,6	3,8	3,9	4,1	1,6	0,9	1,1
Grundkapital	EUR Mio.	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	-3,6	-4,3	-4,1
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.	1,4	3,0	3,2	2,8	3,1	1,8	1,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,5	6,2	10,2	4,6	6,2	6,4	7,4
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verb. aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	7,5	5,2	7,3	3,6	4,6	5,6	6,6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,0	1,1	2,9	1,0	1,6	0,9	0,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,5	0,6	0,6	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	13,5	13,1	17,7	12,2	11,5	9,2	10,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2012-2018e

		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Langfristiges Vermögen	%	2,2%	2,6%	7,7%	11,4%	15,9%	20,1%	17,8%
Immaterielles Vermögen	%	0,1%	0,1%	6,0%	8,7%	13,7%	17,2%	15,3%
Sachanlagevermögen	%	1,1%	2,5%	1,7%	2,8%	2,2%	2,9%	2,6%
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	%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	96,3%	95,7%	91,4%	85,1%	82,1%	78,3%	80,7%
Vorräte	%	2,7%	7,8%	5,6%	6,7%	0,8%	1,3%	1,4%
Forderungen aus Lieferung & Leistung	%	40,1%	48,7%	42,7%	29,4%	33,1%	52,3%	55,9%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingez. Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	4,8%	1,8%	1,0%	5,1%	3,3%	8,2%	7,2%
Liquide Mittel	%	48,7%	37,5%	42,1%	43,9%	44,9%	16,5%	16,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,5%	1,7%	0,9%	3,5%	2,0%	1,6%	1,4%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA								
Eigenkapital	%	26,7%	29,1%	22,1%	33,9%	14,3%	9,9%	10,7%
Grundkapital	%	37,3%	38,6%	28,5%	41,9%	44,4%	55,5%	49,1%
Kapitalrücklage	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%
Währungsanpassungen	%	0,5%	0,3%	0,3%	0,6%	0,8%	0,3%	0,3%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-11,2%	-9,8%	-6,6%	-9,0%	-31,3%	-46,4%	-39,1%
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	%	10,4%	22,8%	17,9%	23,2%	27,1%	19,6%	17,3%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	62,6%	47,8%	57,4%	37,7%	53,8%	70,2%	71,7%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verb. aus Lieferung & Leistungen	%	55,2%	39,4%	41,1%	29,3%	40,0%	60,9%	63,5%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	7,4%	8,4%	16,3%	8,3%	13,8%	9,3%	8,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,3%	0,3%	2,6%	5,2%	4,8%	0,3%	0,2%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2012-2018e

		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,8	-0,7	0,2
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Ergebnis aus Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-0,2	-0,7	0,0	0,2	0,7	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,6	-0,9	-1,2	4,0	-0,2	-1,0	-1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,3	0,4	0,1	-0,4	0,2	-0,4	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,1	-0,3	0,2	0,1	0,0
Δ Langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,2	1,6	0,2	-0,3	0,3	-1,3	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	1,2	-2,3	2,1	-3,7	1,0	1,0	1,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,4	0,2	-0,1	-0,5	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,4	0,2	1,7	-2,0	-0,1	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	0,7	-1,4	3,7	-2,2	0,4	-2,7	0,3
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	-1,0	0,0	-0,5	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2
Free Cashflow	EUR Mio.	0,5	-1,6	2,5	-2,3	-0,2	-2,9	0,2
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,4	0,1	1,8	-1,9	0,6	-0,7	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,4	-0,1	-1,8	1,9	-0,6	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,7	0,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,5	-1,6	2,5	-2,2	-0,2	-3,6	0,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	6,1	6,6	4,9	7,5	5,3	5,2	1,5
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	6,6	4,9	7,5	5,3	5,2	1,5	1,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2012-2018e

		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	74,8	82,2	89,4	73,3	68,7	80,4	88,5
eCommerce S.	EUR Mio.	53,2	57,3	52,5	46,9	48,8	57,9	63,5
Academics	EUR Mio.	21,6	24,9	36,9	26,4	20,0	22,4	25,0
YoY	%	14,4%	9,9%	8,7%	-18,0%	-6,3%	16,9%	10,2%
eCommerce S.	%	26,2%	7,7%	-8,4%	-10,6%	3,9%	18,8%	9,7%
Academics	%	-7,1%	15,3%	48,1%	-28,5%	-24,3%	12,3%	11,5%
Anteile	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
eCommerce S.	%	71,1%	69,7%	58,7%	64,0%	71,0%	72,1%	71,8%
Academics	%	28,9%	30,3%	41,3%	36,0%	29,0%	27,9%	28,2%
Rohhertrag	EUR Mio.	9,9	10,1	10,2	10,4	8,9	10,7	12,1
eCommerce S.	EUR Mio.	7,3	7,3	6,4	6,1	6,0	7,4	8,3
Academics	EUR Mio.	2,6	2,8	3,8	4,3	2,9	3,3	3,7
YoY	%	0,4%	2,7%	0,8%	1,6%	-14,3%	20,8%	12,4%
eCommerce S.	%	8,3%	0,0%	-11,7%	-4,9%	-2,0%	24,0%	12,2%
Academics	%	-16,8%	10,4%	33,0%	12,6%	-32,0%	14,1%	13,1%
Anteile	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
eCommerce S.	%	73,9%	71,9%	63,0%	59,0%	67,4%	69,2%	69,0%
Academics	%	26,1%	28,1%	37,0%	41,0%	32,6%	30,8%	31,0%
in % der Bruttoerlöse	%	13,2%	12,3%	11,4%	14,2%	13,0%	13,4%	13,7%
eCommerce S.	%	13,7%	12,7%	12,3%	13,0%	12,3%	12,8%	13,1%
Academics	%	11,9%	11,4%	10,3%	16,2%	14,5%	14,8%	15,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2012-2018e

		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	74,8	82,2	89,4	73,3	68,7	80,4	88,5
Rohhertrag	EUR Mio.	10,8	10,7	10,8	10,6	9,2	11,4	12,8
Service Revenues	EUR Mio.	9,9	10,1	10,2	10,0	8,6	10,7	12,1
EBITDA	EUR Mio.	0,2	0,4	0,2	0,2	-1,5	-0,6	0,3
EBIT	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,7	-0,7	0,1
EBT	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,8	-0,7	0,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,8	-0,7	0,2
Anzahl Mitarbeiter		87	92	88	99	96	99	99
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	2,25	3,00	2,80	1,86	2,92	1,70	
Kurs Tief	EUR	1,09	1,28	1,35	1,37	1,11	1,38	
Kurs Durchschnitt	EUR	1,53	1,76	2,12	1,64	1,58	1,52	
Kurs Schlusskurs	EUR	1,28	2,58	1,72	1,65	1,25	1,39	1,39
EPS	EUR	0,02	0,05	0,02	0,02	-0,36	-0,13	0,04
BVPS	EUR	0,71	0,75	0,78	0,81	0,32	0,18	0,22
CFPS	EUR	0,14	-0,28	0,73	-0,43	0,07	-0,54	0,06
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							2,90
Performance bis Kursziel	%							108,6%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge*	%	2,0%	3,7%	2,3%	2,3%	-17,6%	-5,5%	2,5%
EBIT-Marge*	%	0,9%	2,3%	1,1%	1,0%	-19,3%	-6,9%	1,2%
EBT-Marge*	%	1,0%	2,4%	1,1%	0,9%	-21,4%	-6,4%	1,7%
Netto-Marge*	%	0,8%	2,3%	1,0%	0,8%	-21,4%	-6,2%	1,7%
FCF-Marge*	%	5,4%	-15,6%	24,7%	-23,5%	-2,6%	-27,0%	1,3%
ROE	%	2,2%	6,1%	2,7%	2,0%	-111,5%	-73,4%	18,0%
NWC/Umsatz	%	-14,7%	23,4%	15,7%	22,1%	8,1%	10,8%	9,9%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	860	894	1.016	741	716	812	894
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	1,0	2,6	1,3	1,0	-17,2	-7,5	1,5
Capex/Umsatz	%	0,1%	0,4%	0,1%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%
Umsatz	%	14,4%	9,9%	8,7%	-18,0%	-6,3%	16,9%	9,0%
Rohhertrag	%	7,1%	-0,5%	1,3%	-1,9%	-13,4%	24,0%	10,7%
Service Revenues	%	0,4%	2,7%	0,8%	-2,7%	-14,0%	25,5%	11,2%
EBITDA	%	n/a	87,7%	-36,4%	-4,6%	n/a	-60,4%	n/a
EBIT	%	n/a	180,0%	-52,2%	-16,5%	n/a	-54,8%	n/a
EBT	%	n/a	131,7%	-52,8%	-19,3%	n/a	-62,4%	n/a
Nettoergebnis	%	n/a	191,4%	-54,8%	-21,8%	n/a	-63,5%	n/a
EPS	%	n/a	191,4%	-54,8%	-22,6%	n/a	-63,5%	n/a
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								
* Basis Service Revenues								

Auf einen Blick I, 2012-2018e

		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,3	0,3	1,4	1,4	1,8	1,8	1,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	13,2	12,7	16,4	10,8	9,7	7,3	8,5
Eigenkapital	EUR Mio.	3,6	3,8	3,9	4,1	1,6	0,9	1,1
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	9,9	9,3	13,8	8,0	9,8	8,3	9,3
EK-Quote	%	26,7%	29,1%	22,1%	33,9%	14,3%	9,9%	10,7%
Gearing	%	-182,5%	-128,8%	-190,6%	-129,2%	-313,4%	-166,2%	-150,6%
Working Capital	EUR Mio.	-1,7	2,2	1,3	0,8	-0,7	-0,7	-0,6
Capital Employed	EUR Mio.	-1,4	2,4	1,6	2,2	0,7	1,2	1,2
Asset Turnover	x	5,5	6,3	5,0	6,0	6,0	8,8	8,5
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	5.044	5.044	5.044	5.094	5.094	5.094	5.094
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	11,3	15,1	14,1	9,5			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	5,5	6,5	6,8	7,0			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	7,7	8,9	10,7	8,4			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	6,5	13,0	8,7	8,4	6,4	7,1	7,1
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-6,6	-4,9	-7,5	-5,3	-5,2	-1,5	-1,7
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	4,8	10,2	6,7	4,1			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	-1,1	1,6	-0,7	1,6			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	1,1	4,0	3,2	3,0			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	-0,1	8,1	1,2	3,1	1,2	5,6	5,4
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,06	0,12	0,07	0,06	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	0,02	n/a	0,02	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,02	0,05	0,04	0,04	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	0,10	0,01	0,04	0,02	0,07	0,06
EV/EBITDA Hoch	x	23,7	27,1	27,7	18,1	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	4,1	n/a	7,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	5,7	10,5	13,4	13,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	21,5	5,0	13,4	n/a	n/a	17,7
EV/EBIT	x	n/a	34,2	10,6	32,4	n/a	n/a	36,1
KGV Hoch	x	143,6	65,7	135,8	116,5	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	69,6	28,0	65,5	85,8	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	97,7	38,6	102,8	102,8	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	81,7	56,5	83,4	103,4	n/a	n/a	35,3
KBV	x	1,8	3,4	2,2	2,0	3,9	7,8	6,4
KCF	x	10,6	n/a	2,9	n/a	22,3	n/a	n/a
FCF-Yield	%	8,2%	-12,2%	29,2%	-27,8%	-3,5%	-41,0%	2,3%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	0,7	-1,4	3,7	-2,2	0,4	-2,7	0,3
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2
Free Cashflow	EUR Mio.	0,5	-1,6	2,5	-2,3	-0,2	-2,9	0,2
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,7	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TY
Umsatz	EUR Mio.	80,4	88,5	97,3	106,8	116,9	123,9	128,2	130,7	132,1	133,2	134,0	134,8	135,6	136,5	137,3	138,1
YoY	%	16,9%	10,2%	9,9%	9,7%	9,5%	5,9%	3,5%	1,9%	1,1%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	-0,7	0,1	0,3	0,6	0,8	1,1	1,4	1,7	2,0	2,3	2,6	2,9	3,1	3,4	3,7	3,5
EBIT-Marge	%	-0,9%	0,2%	0,4%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	2,5%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Steuerquote (τ)	%	2,8%	4,1%	3,5%	3,3%	3,2%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	-0,7	0,1	0,3	0,6	0,8	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0	1,9	2,1	2,4	2,6	2,8	2,6
Reinvestment	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
FCFF	EUR Mio.	-0,9	0,0	0,2	0,4	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,9	1,8	2,0	2,3	2,5	2,7	2,3
WACC	%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100%	93,6%	87,6%	82,0%	76,7%	71,8%	67,3%	63,2%	59,3%	55,8%	52,5%	49,4%	46,6%	44,0%	41,6%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-0,9	0,0	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,1%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	10,2															
in % des Enterprise Value	%	51,4%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	0,2															
in % des Enterprise Value	%	0,8%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	9,5															
in % des Enterprise Value	%	47,8%															
Enterprise Value	EUR Mio.	21,9															
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0															
Excess Cash	EUR Mio.	-5,2															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	14,7															
Anzahl Aktien	Mio.	5,1															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	2,90															

Monte Carlo-Simulation (1.000 Läufe)

Wertebereich (EUR JE AKTIE)	Häufigkeit
Weniger als 2	~5
Von 2 bis 2,2	~10
Von 2,2 bis 2,4	~50
Von 2,4 bis 2,6	~230
Von 2,6 bis 2,8	~380
Von 2,8 bis 3	~220
Von 3 bis 3,2	~70
Von 3,2 bis 3,4	~10
Von 3,4 bis 3,6	~5
Von 3,6 bis 3,8	~2
Mehr als 3,8	~1

IN EUR JE AKTIE

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte 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. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

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

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

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

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

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Zeit	Kursziel/Aktueller Kurs	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
02.05.2017/07:45 Uhr	EUR 2,90/EUR 1,39	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
25.11.2016/14:30 Uhr	EUR 3,90/EUR 1,27	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
22.08.2016/16:11 Uhr	EUR 3,90/EUR 1,40 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
24.06.2016/14:20 Uhr	EUR 3,90/EUR 1,72 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
30.05.2016/13:06 Uhr	EUR 4,60/EUR 2,12 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
03.05.2016/09:16 Uhr	EUR 4,60/EUR 2,32 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
30.03.2016/09:41 Uhr	EUR 4,50/EUR 1,65 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
16.11.2015/10:43 Uhr	EUR 4,50/EUR 1,60 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8

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

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

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

Erklärung Compliance

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

Erklärung der Ersteller der Studien

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

Diese Studie wurde am 30.04.2017 um 18:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 1,39.