

asknet

Reuters: A5AGn.DE

Bloomberg: A5A:GR

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 2,32

Kursziel: EUR 4,60 (bisläng EUR 4,50)

Erhebliche Performanceverbesserung in H2/2015

Im nun veröffentlichten Abschluss 2015 wird ersichtlich, dass sich die Geschäftsentwicklung in H2/2015 substantiell beschleunigt hat. In Verbindung mit den in 2016 bereits erfolgten Kundenakquisitionen wurde damit die Grundlage für eine überdurchschnittliche Verbesserung der Ertragslage in diesem Jahr gelegt. Nach der deutlichen Outperformance YTD (+40,5% vs. DAX -5,8%) und der Umstellung unseres Bewertungsmodells nach dem Jahreswechsel heben wir unser DCF-basiertes Kursziel auf EUR 4,60 von EUR 4,50 je Aktie an. Angesichts einer erwarteten Kursperformance von 98,3% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der asknet AG.

Guidance 2015 vollumfänglich erreicht

Vergangene Woche hat asknet den Jahresabschluss 2015 vorgelegt. Darin hat asknet die Guidance eines gleichbleibenden Rohertrags (-1,9% YoY), eines leichten Anstiegs der auf die Transaktionserlöse bezogenen Rohertragsmarge (+200 Basispunkte) und eines ausgeglichenen Vorsteuerergebnisses (EUR 0,092 Mio.) für das abgelaufene Geschäftsjahr im Wesentlichen erreicht.

Guidance		2014	Ist	Guidance	
Rohertrag	EUR Mio.	10,640	10,390	↔	✓
Rohertragsmarge	%	10,5	12,5	↗	✓
Vorsteuerergebnis	EUR Mio.	0,11	0,09	≥0	✓

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Eckdaten 2015 im Detail

Insgesamt wickelte asknet im Jahr 2015 mehr als 1,0 Mio. Einzeltransaktionen ab. Dabei erzielte das Unternehmen Transaktionserlöse in Höhe von EUR 83,2 Mio. (-18,3% YoY) bzw. Bruttoerlöse in Höhe von EUR 73,3 Mio. (-18,0% YoY). Verantwortlich für diesen Rückgang war insbesondere die geschäftspolitische Entscheidung, die Geschäftsbeziehungen zu margenschwachen Einzelkunden im Geschäftsbereich Digital Goods zu beenden, da diese häufig eine Multi-Provider-Strategie verfolgen. Positiv zu Buche schlug dagegen die Entscheidung, die Verifizierungslösung Verify nicht länger nur im Bereich Academics anzubieten, sondern als bereichsübergreifende Stand-alone-Lösung auch im klassischen Online-Distanzhandel zu vermarkten.

Wesentlich stärker entwickelten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr die Roherträge, die für asknet als Reseller und Distributor digitaler und physischer Produkte ohnehin die aussagekräftigere Größe darstellen. Sie beliefen sich 2015 auf EUR 10,6 Mio. und lagen damit in etwa auf Vorjahresniveau (-1,9% YoY). Mit 14,4% (Vorjahr 12,0%) lag die Rohertragsmarge bezogen auf die Gesamtleistung im Geschäftsjahr 2015 auf einem Niveau, das zuletzt im Jahr 2011 erreicht worden war. Treiber der Margenverbesserung war insbesondere der Bereich Academics, der seine Rohertragsmarge (bezogen auf die Bruttoerlöse) um 590 Basispunkte auf 16,2% steigern konnte. Im Konzern ist der Bereich Academics inzwischen für 41,0% der Roherträge verantwortlich, 50,7% wurden im Bereich Digital Goods erwirtschaftet, während der zuletzt gegründete Geschäftsbereich Physical Goods 8,3% zu den Roherträgen beitrug.

WKN/ISIN: 517330/DE0005173306
 Indizes: Entry Standard All Share
 Transparenzlevel: Entry Standard
 Gewichtete Anzahl Aktien: 5,1 Mio.
 Marktkapitalisierung: EUR 11,8 Mio.
 Handelsvolumen/Tag: 10.000
 Hauptversammlung 2015: 18. Juni 2016

EUR Mio. (31/12)	2014	2015	2016e	2017e
Umsatz	89,4	73,3	76,9	79,2
Serv. Revenues	10,2	10,0	10,8	11,2
EBITDA	0,2	0,2	0,6	1,0
EBIT	0,1	0,1	0,4	0,8
EBT	0,1	0,1	0,4	0,9
EAT	0,1	0,1	0,4	0,8

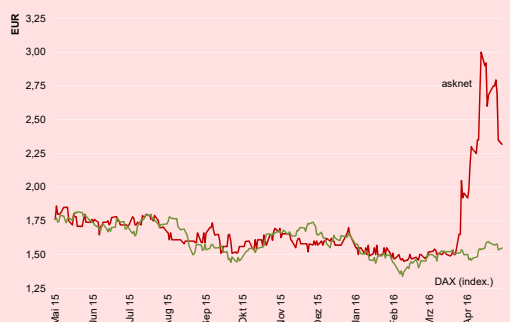
% Serv. Rev.	2014	2015	2016e	2017e
EBIT	1,1%	1,0%	3,9%	7,3%
EBT	1,1%	0,9%	4,0%	7,8%
EAT	1,0%	0,8%	3,9%	7,5%

Je Aktie/EUR	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,02	0,02	0,08	0,17
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,78	0,81	0,88	1,05
Cashflow	0,73	-0,43	-0,10	0,09

%	2014	2015	2016e	2017e
EK-Quote	22,1%	33,9%	36,8%	39,3%
Gearing	-191%	-129%	-100%	-90%

x	2014	2015	2016e	2017e
KGV	83,4	n/a	28,0	14,0
EV/Umsatz	0,01	0,04	0,10	0,09
EV/EBIT	10,6	32,4	17,6	8,6
KBV	2,2	2,0	2,6	2,2

EUR Mio.	2015	2016e
Guidance: Rohertrag	↔	-
Guidance: EBT	~0	-



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

Operatives Ergebnis und **Ergebnis vor Steuern** beliefen sich im abgelaufenen Geschäftsjahr auf jeweils EUR 0,09 Mio., nach Steuern lag der Überschuss bei EUR 0,08 Mio., was bei inzwischen 5,1 Mio. Aktien einem **Ergebnis je Aktie** von EUR 0,02 entspricht. Damit konnte asknet das vierte Jahr in Folge ein positives Jahresergebnis vermelden.

Deutlich bessere Performance im zweiten Halbjahr 2015

Aus nachstehender Tabelle 1 wird ersichtlich, dass sich die operative Geschäftsentwicklung im Jahresverlauf sukzessive und insbesondere in der zweiten Jahreshälfte deutlich verbessert hat: Ausgehend von einer guten Vorlage in Q4/2014 konnten in Q4/2015 die Bruttoumsätze nochmals um 3,5 gesteigert werden. Im zweiten Halbjahr belief sich der Umsatzzuwachs auf 6,5%.

Dass die Roherträge in Q4/2015 um 8,1% rückläufig waren, ist insbesondere auf den Bereich Academics zurückzuführen und sollte nach u. E. nicht überbewertet werden. Denn der Rückgang ist insbesondere auf eine Verschiebung der Geschäftsaktivitäten vom vierten in das dritte Quartal zurückzuführen. Über die gesamte zweite Jahreshälfte erreichte asknet beim Rohertrag denn auch ein Plus von 19,9%.

TABELLE 1: QUARTALSENTWICKLUNG IN 2015 (YOY)

		Q1/2015	Q2/2015	H1/2015	Q3/2015	9M/2015	Q4/2015	2015
Umsatz	%	-22,4%	-2,5%	-12,7%	12,4%	-5,7%	3,5%	-2,6%
Rohertrag	%	-11,7%	-1,9%	-7,1%	41,0%	7,2%	-8,1%	2,4%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Guidance 2016e

Für das laufende Jahr 2016e rechnet das Management mit einer anhaltend positiven Entwicklung beim Umsatz, Rohertrag und operativem Ergebnis. Grundlage dieser nach u. E. bewusst konservativen Guidance sind neben weiteren operativen Verbesserungen nicht zuletzt auch die erreichten und erwarteten Vertriebsfolge insbesondere in Asien. Mittelfristig wird eine Vorsteueremarge (bezogen auf den Rohertrag) von rund 10% (Vorjahr 0,9%) avisiert.

Anpassung der Prognosen

Nach der Veröffentlichung der Eckdaten für das abgelaufene Geschäftsjahr haben wir unsere Prognosen für 2016e und 2017e angepasst. Insgesamt rechnen wir mit nachstehender Entwicklung:

TABELLE 2: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN

		2016e			2017e
		neu	alt	Δ	neu
Bruttoerlöse	EUR Mio.	76,9	76,9	0,1%	79,2
Rohertrag	EUR Mio.	11,5	10,8	6,6%	11,9
Rohertragsmarge	%	15,0%	14,1%	91pp	15,0%
EBIT	EUR Mio.	0,4	0,4	4,3%	0,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,4	0,4	5,3%	0,8
EPS	EUR	0,08	0,08	3,4%	0,17

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Seit Anfang 2015 ist asknet in drei Geschäftsbereiche untergliedert. Gleichzeitig wurde vom neuen Vorstand ein Wertekanon eingeführt, der auf drei Leitlinien beruht: Kundenzentrierung, Vertriebsorientierung und Unternehmertum. In Verbindung mit einem Ausbau der Vertriebsressourcen, eine der häufig kritisierten Schwächen von asknet, ist seither ein deutlicher Umschwung zu beobachten, der sich bereits im zweiten Halbjahr 2015 niedergeschlagen hat.

Neue Unternehmenskultur und Neuaufstellung der Unternehmensbereiche

Das abgelaufene Geschäftsjahr war von der Einführung einer neuen Unternehmenskultur geprägt. Unter dem neuen Vorstand wurde ein Wertekanon eingeführt, in dessen Vordergrund eine verstärkte Unternehmermentalität der Führungskräfte und Mitarbeiter sowie die Umgestaltung der Vertriebsaktivitäten steht: Im Gefolge der eingeleiteten „Warmakquise“ wird dabei die Besuchsfrequenz bei den bestehenden Anwendern erhöht, was eine steigende Anzahl von Auftragseingängen der Bestandskunden etwa durch Cross-Selling zur Folge haben soll, zum anderen sollen verstärkt Neukunden angesprochen werden.

Darüber hinaus wurden die Geschäftsaktivitäten neu strukturiert und auf drei Bereiche unterteilt: Digital Goods und Physical Goods (vormals gemeinsam eDistribution) sowie Academics (vormals ePortals), für die jeweils individuelle Ziele vereinbart werden und eine Philosophie des Unternehmers im Unternehmen verfolgt wird:

- ☉ Im Bereich **Digital Goods**, der in der Vergangenheit unter eDistribution firmierte, hat sich asknet insbesondere gegenüber den Kunden, die ungeachtet ihrer schwachen operativen Performance einer Multi-Provider-Strategie (bei der zwei oder mehr E-Commerce-Anbieter, oftmals für unterschiedliche Regionen, beauftragt werden, um eine künstliche Wettbewerbssituation zu schaffen) nachgehen, ungleich selbstbewusster positioniert und diverse Geschäftsbeziehungen selbst zu namhaften Kunden beendet. Nachdem der Bereich eDistribution in den letzten Jahren sukzessive seine hohe Profitabilität eingebüßt hat, sollte diese Cash Cow-Strategie nach u. E. mittelfristig eine Trendumkehr zur Folge haben.
- ☉ Im Segment **Physical Goods** überträgt asknet seine E-Commerce-Kernkompetenzen – insbesondere die Erstellung und den Betrieb von Online-Shops, das Handling zahlreicher Währungen und Bezahlmethoden, das Angebot unterschiedlicher Sprachen oder Steuerregime – in ein artverwandtes Geschäftsmodell. Dabei geht asknet ausgesprochen risikoavers vor, denn die Kundenbestellungen werden von asknet im Streckengeschäft ausgeführt, bei dem das Unternehmen als Delivery-Agent selbst keinen Kontakt mit der Ware hat, sondern diese in der Regel direkt vom Lieferanten an den Kunden weiterverkauft. Eine risikobehaftete Kapitalbindung durch den Aufbau eines eigenen Lagers wird so vermieden. Bisher konnten mit HBO und GMAC zwei renommierte Kunden gewonnen werden, Angaben gemäß verfügt asknet überdies über eine attraktive Neukundenpipeline.
- ☉ Der Begriff **Academics** stellt nicht nur die Fortführung des Segments ePortals unter anderem Namen dar, sondern symbolisiert einen wesentlich breiteren Geschäftsansatz als die reine Bereitstellung von Beschaffungsportalen für Hochschulen und Universitäten. Nach der erfolgreichen Umstellung hat sich asknet deutlich stärker als Berater von Hochschulen, Universitätskliniken sowie anderen Forschungs- und Bildungseinrichtungen positioniert und über Cross-Selling tiefer in die Organisationen integriert.

TABELLE 3: GESCHÄFTSBEREICHE IM ÜBERBLICK, 2008-17E

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	74,7	68,9	72,7	65,4	74,8	82,2	89,4	73,3	76,9	79,2
Digital Goods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	42,9	45,0	45,4
Physical Goods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,1	5,5	7,4
eDistribution	EUR Mio.	53,6	47,4	45,5	42,2	53,2	57,3	52,5	0,0	0,0	0,0
Academics	EUR Mio.	21,1	21,5	27,1	23,2	21,6	24,9	36,9	26,4	26,4	26,4

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Verify mit beachtlichen Vertriebsfolgen

Mit steigender Dynamik wurde im Jahresverlauf 2015 die asknet-Lösung Verify als bereichsunabhängiges Einzelprodukt vermarktet. Ursprünglich allein für den Geschäftsbereich Academics konzipiert ist asknet Verify eine Softwarelösung, die den Kunden eine automatisierte Verifizierung von personalisierten Daten ermöglicht, darunter den Studentenstatus des Käufers. Grundsätzlich sind derartige Verifizierungslösungen jedoch für alle Softwareprodukte sinnvoll, die als Studentenversionen angeboten werden. So konnten im vergangenen Jahr im Geschäftsbereich Digital Goods mit Kaspersky Lab und VERBI bereits zwei namhafte Neukunden für dieses hochmargige Produkt gewonnen werden. Angaben gemäß sollen im laufenden Jahr die Vertriebsaktivitäten deutlich intensiviert werden.

Nach der leichten Anpassung unserer Prognosen und der Umstellung auf das neue Geschäftsjahr ergibt sich aus unserem dreiphasigen DCF-Entity-Modell ein leicht höheres Kursziel von EUR 4,60 (bisher EUR 4,50) je Aktie (Base Case-Szenario). In unserem Bear Case-Szenario (EUR 3,70) haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt, in unserem Bull Case-Szenario (EUR 5,50) gelingt die Neukundengewinnung noch schneller. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 2,32 je Aktie bedeutet unser Base Case-Szenario auf Sicht von zwölf Monaten ein erwartetes Kurssteigerungspotenzial von 98,3%. Nach der deutlichen Outperformance gegenüber dem DAX von mehr als 46 Prozentpunkten seit Jahresbeginn bestätigen wir unser Buy-Rating.

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 standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die asknet-Aktien.

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

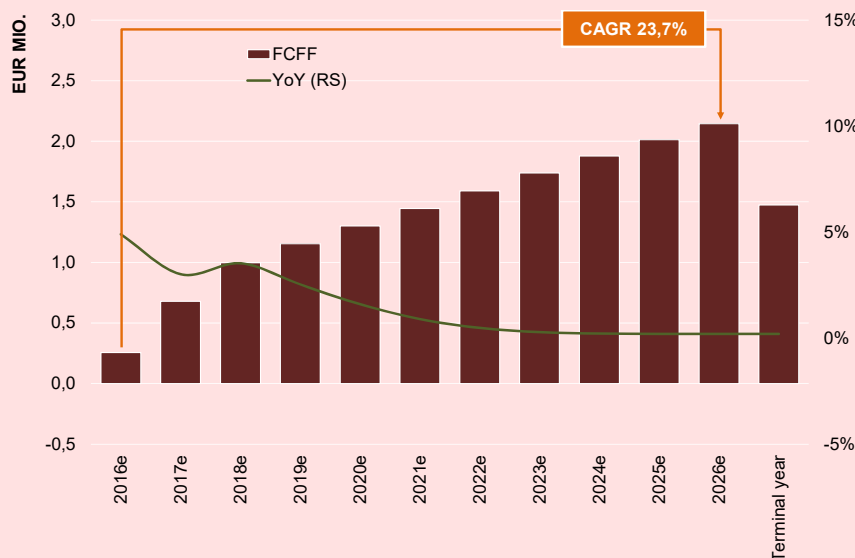
Wir unterstellen für die drei Phasen unseres DCF-Modells folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1 (Detailplanungsphase)** des DCF-Modells legen wir zunächst die detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen unseres integrierten Bewertungsmodells bis zum Jahr 2018e zugrunde und erwarten während dieses Zeitraums durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Bruttoerlöse 2015-18e in Höhe von 3,8%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2 (Grobplanungsphase)**, die 2026e endet, haben wir eine sukzessive rückläufige Wachstumsrate der Bruttoumsätze unterstellt. Im Endeffekt haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 0,8% 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 0,2% an.

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

Bis 2018e liegen dem DCF-Modell unsere integrierten Unternehmensplanungen aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Cashflow-Statement zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2026e endet. Anschließend ermitteln wir den Terminal Value und die Barwerte sämtlicher Cashflows.

ABBILDUNG 1: FREE CASHFLOW-ENTWICKLUNG



Die durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten des Free Cashflows während der Detail- und Grobplanungsphase belaufen sich auf 23,7%. 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 Service Revenues) von 10,7% in 2018e auf 19,5% (Peak Margins) in 2026e sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 18,4% liegen werden; bezogen auf die Bruttoerlöse erwarten wir einen stetigen Anstieg der Betriebsergebnismargen von 1,5% (2018e) auf 2,7% (Peak Margins in 2026e) und 2,5% (Terminal Value).
- Ⓢ sich der **Grenzsteuersatz** aufgrund der hohen steuerlichen Verlustvorträge bis 2026e auf einem nur von Mindeststeuern hervorgerufenen Niveau bewegt und er im Terminal Value auf das für Deutschland durchschnittliche Niveau von bis zu 31,0% ansteigen wird.
- Ⓢ asknet einen im Zeitablauf stetig steigenden **Kapitalumschlag** aufweist, was sich in steigenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird.
- Ⓢ asknet im abgelaufenen Geschäftsjahr eine EBIT-Interest Coverage Ratio von 25x erwirtschaftet hat, die wir aus dem operativen Ergebnis von EUR 0,095 Mio. und einem Zinsaufwand von EUR 0,004 Mio. errechnen; daraus leiten wir ein synthetisches Rating von A- ab. Unterstellen wir ferner eine Recovery Rate von 50%, errechnet sich daraus eine **Ausfallwahrscheinlichkeit** des Unternehmens im Terminal Value von 3,4% pro Jahr.
- Ⓢ asknet mit einem **Fundamental-beta** von 1,30 (unverändert) 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 9,2% diskontiert werden (siehe Tabelle 4). Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,3 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,2%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von derzeit 9,0% 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 A- sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 7,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass asknet eine Zielkapitalstruktur von 50%/50% anstrebt.

TABELLE 4: WACC, 2017E

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		11,9%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,2%
Beta		1,3
Erwartete Risikoprämie	%	9,0%
Small Cap-Prämie	%	1,5%
Management-Prämie	%	0,5%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	6,7%
Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,2%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	7,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	7,2%
Steuerquote	%	31,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	5,0%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	2,5%
WACC basierend auf Marktwerten	%	9,2%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

☹ dass asknet im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 9,2% auf dann 5,2% (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 4,60 je Aktie

In unserem dreistufigen DCF-Bewertungsmodell werden 45,9% des ermittelten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet. 49,2% des Unternehmenswertes ergeben sich aus den während der Grobplanungsphase, 4,9% 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 4,60 je Aktie (bislang EUR 4,50)

TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel EUR 4,60		
	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
KGV	28,0x	14,0x	9,8x	55,6x	27,9x	19,3x
EV/Umsatz	0,10x	0,09x	0,07x	0,25x	0,24x	0,21x
EV/EBIT	17,6x	8,6x	4,9x	45,4x	23,0x	14,6x
KBV	2,6x	2,2x	1,8x	5,2x	4,4x	3,6x

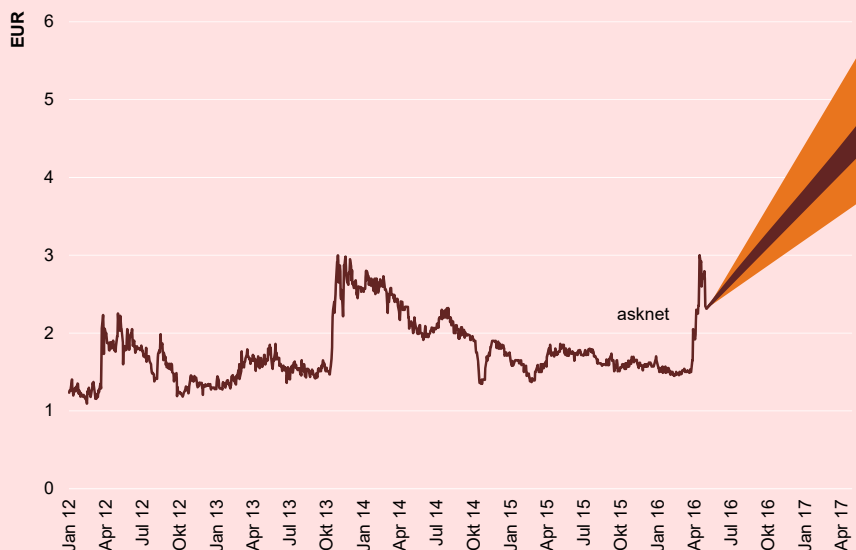
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- ☉ **Bull Case-Szenario:** Ein Bull Case-Szenario würde sich im Fall einer schnelleren Gewinnung neuer Schlüsselkunden insbesondere in den Segmenten Digital und Physical Goods ergeben – was angesichts der nun eingeschlagenen Vertriebsoffensive des neuen Managements nach u. E. ein langfristig realistisches Szenario darstellt. Wir haben in unserem Bull Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum in der Terminal Value-Phase von 0,5% sowie eine Verbesserung der operativen Marge (bezogen auf die Bruttoerlöse) auf 4,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel auf EUR 5,50 je Aktie (bislang: EUR 5,80) anheben.
- ☉ **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 2,5% um 150 Basispunkte auf 1,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf -0,1% von 0,2%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität in allen drei Geschäftsbereichen verschärfen wird und die Ausschöpfung von Synergieeffekten nicht länger die erwarteten Effekte auf die Margen hat. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von asknet bis auf EUR 3,70 je Aktie (bislang: EUR 3,30) zurückgehen.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 3,70 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 5,50 je Aktie.

ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 4,60 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear Case-Szenario haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull Case-Szenario gelingt die Neukundengewinnung noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von asknet in den kommenden Monaten sehen wir insbesondere Aussagen über (1) die Gewinnung weiterer Schlüsselkunden und (2) die Entwicklung im Segment Physical Goods (3) die Entwicklung der Ertragslage und das Übertreffen der nach u. E. bewusst vorsichtigen Management-Guidance sowie (4) eine größere Kontinuität im C-Level-Management.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Für Entry Standard weit überdurchschnittliche Transparenz

Wir gehen davon aus, dass die weit über das übliche Maß hinausgehende Transparenzbereitschaft des Managements – neben den für Entry Standard-Werte verpflichtenden Jahres- und Halbjahresberichten werden zusätzlich Zwischenmitteilungen zum Geschäftsverlauf der ersten drei und neun Monate sowie Directors' Dealings-Mitteilungen veröffentlicht – langfristig für einen Aufschlag zum Aktienkurs führt.

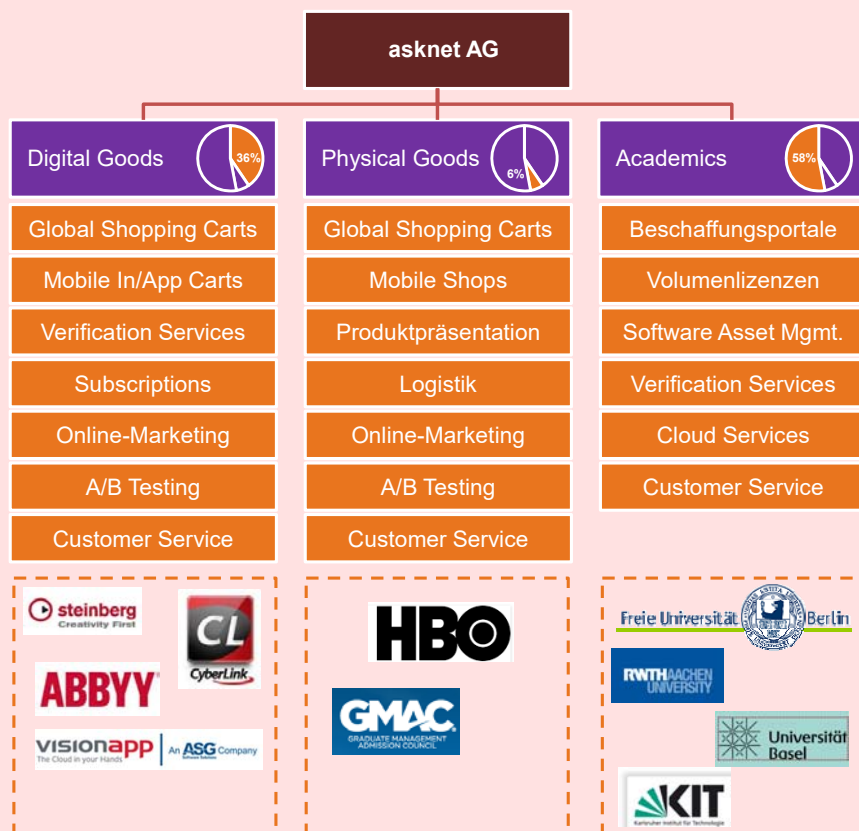
Risiken für unser Rating und Kursziel

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

Risiken

- Ⓢ 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 **wenig aktive Investor Relations-Politik** betrieben und muss Kontakte zu institutionellen Small Caps-Investoren erst sukzessive aufbauen. Der neue CEO hat bereits angekündigt, deutlich intensiver IR-Politik zu betreiben als bislang.
- Ⓢ 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 Altaktionäre 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.

ABBILDUNG 3: ORGANIGRAMM, UMSATZANTEILE (2015) 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

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 drei Geschäftsfeldern tätig:

- ⑤ Kerngeschäft von asknet ist die Erstellung und der Betrieb von Online-Shops (Business Unit **Digital Goods**), 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.
- ⑤ Diese E-Commerce-Kernkompetenzen überträgt asknet in seiner Business Unit **Physical Goods** von Software auf physische Güter und erstellt kundenspezifische Online-Shops, übernimmt die Logistik und den Versand, das Online-Marketing, die Bezahlung und Abrechnung.
- 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.

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, 2011-2017e

		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	65,4	74,8	82,2	89,4	73,3	76,9	79,2
YoY	%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%	-18,0%	4,9%	3,0%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,2	0,9	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Gesamtleistung	EUR Mio.	65,6	75,7	82,8	90,0	74,0	77,6	79,9
YoY	%	-9,8%	15,4%	9,4%	8,7%	-17,8%	4,9%	3,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-55,6	-64,9	-72,1	-79,1	-63,4	-66,1	-68,1
in % der Gesamtleistung	%	-84,7%	-85,8%	-87,1%	-88,0%	-85,6%	-85,2%	-85,1%
Rohhertrag	EUR Mio.	10,0	10,8	10,7	10,8	10,6	11,5	11,9
YoY	%	-3,4%	7,1%	-0,5%	1,3%	-1,9%	8,3%	3,3%
in % der Gesamtleistung	%	15,3%	14,2%	12,9%	12,0%	14,4%	14,8%	14,9%
Service Revenues	EUR Mio.	9,8	9,9	10,1	10,2	10,0	10,8	11,2
YoY	EUR Mio.	5,0%	0,5%	-9,9%	43,4%	2,1%	-0,8%	3,3%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	15,0%	13,1%	12,3%	11,4%	13,5%	13,9%	14,0%
Personalaufwand	EUR Mio.	-5,9	-4,8	-5,0	-5,4	-5,2	-6,0	-6,0
in % der Bruttoerlöse	%	-9,0%	-6,3%	-6,1%	-6,1%	-7,1%	-7,7%	-7,6%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-4,9	-5,8	-5,4	-5,2	-5,2	-5,0	-4,9
in % der Bruttoerlöse	%	-7,5%	-7,8%	-6,5%	-5,8%	-7,1%	-6,5%	-6,2%
EBITDA	EUR Mio.	-0,8	0,2	0,4	0,2	0,2	0,6	1,0
in % der Service Revenues	%	-7,7%	2,0%	3,7%	2,3%	2,3%	5,1%	8,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8
YoY	%	34,7%	-109,5%	180,0%	-52,2%	-16,5%	340,1%	94,1%
YoY	EUR Mio.	0,3	0,0	-0,2	0,8	0,0	0,1	0,3
in % der Service Revenues	%	-9,1%	0,9%	2,3%	1,1%	1,0%	3,9%	7,3%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	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	0,2	0,1	0,1	0,4	0,9
in % der Service Revenues	%	-8,6%	1,0%	2,4%	1,1%	0,9%	4,0%	7,8%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	3,3%	-23,8%	-4,2%	-8,3%	-11,2%	-3,0%	-3,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8
in % der Service Revenues	%	-8,9%	0,8%	2,3%	1,0%	0,8%	3,9%	7,5%
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	5,0	5,1	5,1	5,1
EPS	EUR	-0,17	0,02	0,05	0,02	0,02	0,08	0,17

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2015 (Quartale)

		Q1/15	Q2/15	H1/15	Q3/15	9M/15	Q4/15	2015
Bruttoerlöse	EUR Mio.	16,7	20,2	37,0	18,1	55,1	18,2	73,3
YoY	%	-22,4%	-2,5%	-12,7%	12,4%	-5,7%	-41,1%	-18,0%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,2	0,1	0,3	0,1	0,5	0,2	0,7
Gesamtleistung	EUR Mio.	17,0	20,3	37,3	18,3	55,6	18,4	74,0
YoY	%	-21,7%	-2,5%	-12,3%	12,3%	-5,5%	-41,0%	-17,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-14,5	-17,9	-32,4	-15,2	-47,6	-15,8	-63,4
in % der Gesamtleistung	%	-85,6%	-88,1%	-87,0%	-82,9%	-85,6%	-85,7%	-85,6%
Rohhertrag	EUR Mio.	2,4	2,4	4,9	3,1	8,0	2,6	10,6
YoY	%	-11,7%	-1,9%	-7,1%	41,0%	7,2%	-22,1%	-1,9%
in % der Gesamtleistung	%	14,4%	11,9%	13,0%	17,1%	14,4%	14,3%	14,4%
Service Revenues	EUR Mio.	2,2	2,3	4,5	3,0	7,5	2,4	10,0
YoY	EUR Mio.	5,4%	-21,4%	-2,7%	14,5%	10,8%	12,6%	2,1%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	13,0%	11,5%	12,2%	16,3%	13,6%	13,1%	13,5%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,3	-1,2	-2,5	-1,3	-3,8	-1,3	-5,2
in % der Bruttoerlöse	%	-7,6%	-6,2%	-6,8%	-7,2%	-7,0%	-7,4%	-7,1%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,3	-1,2	-2,6	-1,2	-3,8	-1,5	-5,2
in % der Bruttoerlöse	%	-7,8%	-6,2%	-6,9%	-6,6%	-6,8%	-8,0%	-7,1%
EBITDA	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,4	-0,2	0,2
in % der Service Revenues	%	-6,3%	-3,6%	-4,9%	20,7%	5,3%	-6,9%	2,3%
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.	-0,2	-0,1	-0,3	0,6	0,3	-0,2	0,1
YoY	%	-610,3%	-1016,0%	-721,7%	-345,2%	-255,9%	-167,3%	-16,5%
YoY	EUR Mio.	0,5	-0,5	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0
in % der Service Revenues	%	-7,7%	-4,9%	-6,3%	19,7%	4,0%	-8,5%	1,0%
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	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,3	0,6	0,3	-0,2	0,1
in % der Service Revenues	%	-7,7%	-5,0%	-6,3%	19,6%	4,0%	-8,6%	0,9%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	0,2%	0,5%	0,4%	-0,5%	-1,4%	2,9%	-11,2%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,3	0,6	0,3	-0,2	0,1
in % der Service Revenues	%	-7,7%	-5,0%	-6,3%	19,5%	3,9%	-8,8%	0,8%
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	-0,03	-0,02	-0,06	0,11	0,06	-0,04	0,02

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2016e (Quartale)

		Q1/16e	Q2/16e	H1/16e	Q3/16e	9M/16e	Q4/16e	2016e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	18,0	21,6	39,6	18,1	57,7	19,2	76,9
YoY	%	7,4%	6,7%	7,0%	-0,2%	4,6%	5,8%	4,9%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,2	0,1	0,3	0,1	0,5	0,2	0,7
Gesamtleistung	EUR Mio.	18,2	21,7	39,9	18,3	58,1	19,5	77,6
YoY	%	7,3%	6,6%	6,9%	-0,2%	4,6%	5,7%	4,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	-15,4	-19,0	-34,4	-15,1	-49,5	-16,6	-66,1
in % der Gesamtleistung	%	-84,8%	-87,7%	-86,4%	-82,5%	-85,1%	-85,2%	-85,2%
Rohhertrag	EUR Mio.	2,8	2,7	5,4	3,2	8,6	2,9	11,5
YoY	%	13,4%	10,6%	12,0%	2,2%	8,1%	8,7%	8,3%
in % der Gesamtleistung	%	15,2%	12,3%	13,6%	17,5%	14,9%	14,8%	14,8%
Service Revenues	EUR Mio.	2,5	2,6	5,1	3,0	8,2	2,6	10,8
YoY	EUR Mio.	8,4%	9,2%	8,6%	5,9%	5,4%	5,6%	-0,8%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	13,9%	12,0%	12,8%	16,7%	14,1%	13,6%	13,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,6	-1,5	-3,0	-1,4	-4,5	-1,5	-6,0
in % der Bruttoerlöse	%	-8,7%	-6,9%	-7,7%	-7,9%	-7,8%	-7,7%	-7,7%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,1	-1,3	-2,4	-1,1	-3,5	-1,5	-5,0
in % der Bruttoerlöse	%	-6,3%	-5,9%	-6,1%	-6,3%	-6,1%	-7,6%	-6,5%
EBITDA	EUR Mio.	0,1	-0,1	0,0	0,6	0,6	-0,1	0,6
in % der Service Revenues	%	3,0%	-3,0%	0,0%	20,6%	7,7%	-2,6%	5,1%
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.	0,0	-0,1	-0,1	0,6	0,5	-0,1	0,4
YoY	%	-125,3%	-4,8%	-76,6%	1,3%	75,0%	-46,7%	340,1%
YoY	EUR Mio.	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1
in % der Service Revenues	%	1,7%	-4,2%	-1,3%	19,5%	6,5%	-4,2%	3,9%
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	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	0,6	0,5	-0,1	0,4
in % der Service Revenues	%	1,9%	-4,1%	-1,1%	19,6%	6,6%	-4,0%	4,0%
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.	0,0	-0,1	-0,1	0,6	0,5	-0,1	0,4
in % der Service Revenues	%	1,8%	-4,0%	-1,1%	19,0%	6,4%	-3,9%	3,9%
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	0,01	-0,02	-0,01	0,11	0,10	-0,02	0,08

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2011-2017e

		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,3	0,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,2	0,1	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.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	11,3	13,0	12,5	16,2	10,3	10,7	12,0
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,4	1,0	1,0	0,8	0,8	0,9
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	4,8	5,4	6,4	7,6	3,6	4,6	5,6
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,3	0,6	0,2	0,2	0,6	0,8	0,8
Liquide Mittel	EUR Mio.	6,1	6,6	4,9	7,5	5,3	4,5	4,8
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	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.	11,7	13,5	13,1	17,7	12,2	12,2	13,6
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	3,5	3,6	3,8	3,9	4,1	4,5	5,3
Grundkapital	EUR Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	5,1
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	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.	-1,6	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	-0,7	0,2
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.	1,2	1,4	3,0	3,2	2,8	1,8	1,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	6,8	8,5	6,2	10,2	4,6	5,4	6,4
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verb. aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	6,2	7,5	5,2	7,3	3,6	4,6	5,6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,6	1,0	1,1	2,9	1,0	0,9	0,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,5	0,6	0,5	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	11,7	13,5	13,1	17,7	12,2	12,2	13,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2011-2017e

		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Langfristiges Vermögen	%	2,0%	2,2%	2,6%	7,7%	11,4%	11,5%	10,4%
Immaterielles Vermögen	%	0,2%	0,1%	0,1%	6,0%	8,7%	8,7%	7,9%
Sachanlagevermögen	%	1,8%	1,1%	2,5%	1,7%	2,8%	2,8%	2,5%
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%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	96,9%	96,3%	95,7%	91,4%	85,1%	87,3%	88,5%
Vorräte	%	1,1%	2,7%	7,8%	5,6%	6,7%	6,9%	6,5%
Forderungen aus Lieferung & Leistung	%	41,1%	40,1%	48,7%	42,7%	29,4%	37,5%	41,1%
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	%	2,7%	4,8%	1,8%	1,0%	5,1%	6,1%	5,5%
Liquide Mittel	%	52,0%	48,7%	37,5%	42,1%	43,9%	36,7%	35,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,2%	1,5%	1,7%	0,9%	3,5%	1,2%	1,1%
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	%	30,3%	26,7%	29,1%	22,1%	33,9%	36,8%	39,3%
Grundkapital	%	43,1%	37,3%	38,6%	28,5%	41,9%	41,7%	37,5%
Kapitalrücklage	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,4%	0,4%
Währungsanpassungen	%	0,8%	0,5%	0,3%	0,3%	0,6%	0,2%	0,2%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-13,6%	-11,2%	-9,8%	-6,6%	-9,0%	-5,5%	1,2%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	10,1%	10,4%	22,8%	17,9%	23,2%	14,7%	13,3%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	58,5%	62,6%	47,8%	57,4%	37,7%	44,4%	47,3%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verb. aus Lieferung & Leistungen	%	53,3%	55,2%	39,4%	41,1%	29,3%	37,4%	41,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	5,2%	7,4%	8,4%	16,3%	8,3%	7,0%	6,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,1%	0,3%	0,3%	2,6%	5,2%	4,1%	0,2%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2011-2017e

		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
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.	0,1	-0,2	-0,7	0,0	0,2	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,3	-0,6	-0,9	-1,2	4,0	-1,0	-1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	-0,3	0,4	0,1	-0,4	-0,1	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,3	0,3	0,0
Δ Langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	1,6	0,2	-0,3	-1,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	-2,1	1,2	-2,3	2,1	-3,7	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.	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,2	-0,1	-0,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,3	0,4	0,2	1,7	-2,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-2,7	0,7	-1,4	3,7	-2,2	-0,5	0,5
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	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,1	-0,2
Free Cashflow	EUR Mio.	-2,8	0,5	-1,6	2,5	-2,3	-0,7	0,3
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	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.	-0,2	0,4	0,1	1,8	-1,9	-0,2	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.	0,2	-0,4	-0,1	-1,8	1,9	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-2,8	0,5	-1,6	2,5	-2,2	-0,8	0,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	8,8	6,1	6,6	4,9	7,5	5,3	4,5
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	6,1	6,6	4,9	7,5	5,3	4,5	4,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2011-2017e

		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	65,4	74,8	82,2	89,4	73,3	76,9	79,2
Digital Goods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	42,9	45,0	45,4
Physical Goods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	4,1	5,5	7,4
eDistribution	EUR Mio.	42,2	53,2	57,3	52,5	0,0	0,0	0,0
Academics	EUR Mio.	23,2	21,6	24,9	36,9	26,4	26,4	26,4
YoY	%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%	-18,0%	4,9%	3,0%
Digital Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5,0%	1,0%
Physical Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	35,0%	33,7%
eDistribution	%	-7,4%	26,2%	7,7%	-8,4%	-100,0%	n/a	n/a
Academics	%	-14,3%	-7,1%	15,3%	48,1%	-28,5%	0,1%	0,0%
Anteile	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Digital Goods	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	58,4%	58,5%	57,4%
Physical Goods	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,6%	7,2%	9,3%
eDistribution	%	64,5%	71,1%	69,7%	58,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Academics	%	35,5%	28,9%	30,3%	41,3%	36,0%	34,3%	33,3%
Service Revenues	EUR Mio.	9,8	9,9	10,1	10,2	10,4	10,8	11,2
Digital Goods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3	5,5	5,5
Physical Goods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	1,2	1,6
eDistribution	EUR Mio.	6,7	7,3	7,3	6,4	0,0	0,0	0,0
Academics	EUR Mio.	3,1	2,6	2,8	3,8	4,3	4,1	4,1
YoY	%	-4,3%	0,4%	2,7%	0,8%	1,6%	4,1%	3,3%
Digital Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3,9%	0,3%
Physical Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	39,1%	32,3%
eDistribution	%	-8,9%	8,3%	0,0%	-11,7%	-100,0%	n/a	n/a
Academics	%	7,7%	-16,8%	10,4%	33,0%	12,6%	-2,8%	-1,1%
Anteile	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Digital Goods	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,7%	50,6%	49,1%
Physical Goods	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,3%	11,1%	14,2%
eDistribution	%	68,5%	73,9%	71,9%	63,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Academics	%	31,5%	26,1%	28,1%	37,0%	41,0%	38,3%	36,7%
in % der Bruttoerlöse	%	15,1%	13,2%	12,3%	11,4%	14,2%	14,1%	14,1%
Digital Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	12,3%	12,2%	12,1%
Physical Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	21,0%	21,7%	21,4%
eDistribution	%	16,0%	13,7%	12,7%	12,3%	n/a	n/a	n/a
Academics	%	13,3%	11,9%	11,4%	10,3%	16,2%	15,7%	15,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2011-2017e

		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	65,4	74,8	82,2	89,4	73,3	76,9	79,2
Rohhertrag	EUR Mio.	10,0	10,8	10,7	10,8	10,6	11,5	11,9
Service Revenues	EUR Mio.	9,8	9,9	10,1	10,2	10,0	10,8	11,2
EBITDA	EUR Mio.	-0,8	0,2	0,4	0,2	0,2	0,6	1,0
EBIT	EUR Mio.	-0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8
EBT	EUR Mio.	-0,8	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4	0,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8
Anzahl Mitarbeiter		81	87	92	88	99	99	99
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	3,49	2,25	3,00	2,80	1,86	3,00	
Kurs Tief	EUR	0,89	1,09	1,28	1,35	1,37	1,45	
Kurs Durchschnitt	EUR	2,25	1,53	1,76	2,12	1,64	1,77	
Kurs Schlusskurs	EUR	1,26	1,28	2,58	1,72	1,65	2,32	2,32
EPS	EUR	-0,17	0,02	0,05	0,02	0,02	0,08	0,17
BVPS	EUR	0,70	0,71	0,75	0,78	0,81	0,88	1,05
CFPS	EUR	-0,54	0,14	-0,28	0,73	-0,43	-0,10	0,09
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							4,60
Performance bis Kursziel	%							98,3%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge*	%	-7,7%	2,0%	3,7%	2,3%	2,3%	5,1%	8,5%
EBIT-Marge*	%	-9,1%	0,9%	2,3%	1,1%	1,0%	3,9%	7,3%
EBT-Marge*	%	-8,6%	1,0%	2,4%	1,1%	0,9%	4,0%	7,8%
Netto-Marge*	%	-8,9%	0,8%	2,3%	1,0%	0,8%	3,9%	7,5%
FCF-Marge*	%	-28,1%	5,4%	-15,6%	24,7%	-23,5%	-6,3%	2,9%
ROE	%	-24,7%	2,2%	6,1%	2,7%	2,0%	9,4%	15,8%
NWC/Umsatz	%	-10,1%	-14,7%	23,4%	15,7%	22,1%	20,8%	20,5%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	808	860	894	1.016	741	777	800
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-11,0	1,0	2,6	1,3	1,0	4,2	8,2
Capex/Umsatz	%	0,1%	0,1%	0,4%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
		179,5%	194,3%	170,1%	214,9%	176,2%	182,8%	203,7%
Wachstumsraten								
Umsatz	%							
Rohhertrag	%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%	-18,0%	4,9%	3,0%
Service Revenues	%	-3,4%	7,1%	-0,5%	1,3%	-1,9%	8,3%	3,3%
EBITDA	%	-4,3%	0,4%	2,7%	0,8%	-2,7%	8,6%	3,3%
EBIT	%	41,7%	n/a	87,7%	-36,4%	-4,6%	142,5%	71,4%
EBT	%	34,7%	n/a	180,0%	-52,2%	-16,5%	340,1%	94,1%
Nettoergebnis	%	45,0%	n/a	131,7%	-52,8%	-19,3%	374,6%	99,6%
EPS	%	41,2%	n/a	191,4%	-54,8%	-21,8%	418,3%	99,6%
CFPS	%	41,1%	n/a	191,4%	-54,8%	-22,6%	418,3%	99,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN * Basis Service Revenues								

Auf einen Blick I, 2011-2017e

		2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,2	0,3	0,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	11,5	13,2	12,7	16,4	10,8	10,8	12,2
Eigenkapital	EUR Mio.	3,5	3,6	3,8	3,9	4,1	4,5	5,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,2	9,9	9,3	13,8	8,0	7,7	8,2
EK-Quote	%	30,3%	26,7%	29,1%	22,1%	33,9%	36,8%	39,3%
Gearing	%	-171,5%	-182,5%	-128,8%	-190,6%	-129,2%	-99,8%	-90,2%
Working Capital	EUR Mio.	-1,3	-1,7	2,2	1,3	0,8	0,9	0,9
Capital Employed	EUR Mio.	-1,0	-1,4	2,4	1,6	2,2	2,2	2,3
Asset Turnover	x	5,6	5,5	6,3	5,0	6,0	6,3	5,8
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	5.044	5.044	5.044	5.044	5.094	5.094	5.094
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	17,6	11,3	15,1	14,1	9,5		
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	4,5	5,5	6,5	6,8	7,0		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	11,3	7,7	8,9	10,7	8,4		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	6,4	6,5	13,0	8,7	8,4	11,8	11,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-6,1	-6,6	-4,9	-7,5	-5,3	-4,5	-4,8
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.	11,5	4,8	10,2	6,7	4,1		
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	-1,6	-1,1	1,6	-0,7	1,6		
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	5,3	1,1	4,0	3,2	3,0		
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	0,3	-0,1	8,1	1,2	3,1	7,3	7,0
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,18	0,06	0,12	0,07	0,06	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	0,02	n/a	0,02	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,08	0,02	0,05	0,04	0,04	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,00	n/a	0,10	0,01	0,04	0,10	0,09
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	23,7	27,1	27,7	18,1	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	2,1	n/a	4,1	n/a	7,2	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	5,7	10,5	13,4	13,2	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	21,5	5,0	13,4	13,2	7,4
EV/EBIT	x	n/a	n/a	34,2	10,6	32,4	17,6	8,6
KGV Hoch	x	n/a	143,6	65,7	135,8	116,5	36,3	n/a
KGV Tief	x	n/a	69,6	28,0	65,5	85,8	17,5	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	97,7	38,6	102,8	102,8	21,4	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	81,7	56,5	83,4	103,4	28,0	14,0
KBV	x	1,8	1,8	3,4	2,2	2,0	2,6	2,2
KCF	x	n/a	10,6	n/a	2,9	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	-43,6%	8,2%	-12,2%	29,2%	-27,8%	-5,8%	2,7%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-2,7	0,7	-1,4	3,7	-2,2	-0,5	0,5
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,1	-0,2
Free Cashflow	EUR Mio.	-2,8	0,5	-1,6	2,5	-2,3	-0,7	0,3
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Umsatz	EUR Mio.	76,9	79,2	82,0	84,1	85,4	86,2	86,6	86,9	87,1	87,2	87,4	87,6
Umsatzwachstum	%	4,9%	3,0%	3,5%	2,5%	1,6%	0,9%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT	EUR Mio.	0,4	0,8	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8	1,9	2,0	2,2	2,3	2,2
EBIT-Marge	%	0,5%	1,0%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%	2,1%	2,2%	2,4%	2,5%	2,7%	2,5%
Steuerquote (τ)	%	-3,0%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-31,0%
EBIT(1-τ)	EUR Mio.	0,4	0,8	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,3	1,5
Investitionen (Capex, WC, M&A)	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
FCFF	EUR Mio.	0,3	0,7	1,0	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	1,5
WACC	%	9,6%	9,2%	8,8%	8,4%	8,0%	7,6%	7,2%	6,8%	6,4%	6,0%	5,6%	
PV (FCFF)	EUR Mio.	0,3	0,6	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Terminal Cashflow	EUR Mio.	1,5											
Terminal Cost of Capital	EUR Mio.	5,2%											
Terminal Value	EUR Mio.	16,7											
PV (Terminal Value)	EUR Mio.	8,2											
PV (Cashflow über 10 Jahre)	EUR Mio.	8,8											
Summe der Barwerte	EUR Mio.	17,8											
						EUR	-0,1%	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%
Insolvenzwahrscheinlichkeit TV p.a.	%	3,4%				1,0%	3,70	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60	3,50
Wert Operative Assets	EUR Mio.	17,8				1,5%	4,00	4,00	4,00	3,90	3,90	3,90	3,90
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0				2,0%	4,30	4,30	4,30	4,30	4,20	4,20	4,20
Cash	EUR Mio.	5,3				2,5%	4,70	4,60	4,60	4,60	4,60	4,50	4,50
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	23,1				3,0%	5,00	5,00	4,90	4,90	4,90	4,90	4,80
Anzahl Aktien	Mio.	5,0				3,5%	5,30	5,30	5,30	5,20	5,20	5,20	5,20
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	4,60				4,0%	5,60	5,60	5,60	5,60	5,50	5,50	5,50
<p>QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN</p>													

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

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. **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)
03.05.2016	EUR 4,60	Buy	1, 8
30.03.2016	EUR 4,50	Buy	1, 8
16.11.2015	EUR 4,50	Buy	1, 8
17.08.2015	EUR 4,50	Buy	1, 8
18.05.2015	EUR 4,50	Buy	1, 8
27.03.2015	EUR 4,50	Buy	1, 8
14.11.2014	EUR 4,20	Buy	8
16.10.2014	EUR 4,20	Buy	8
15.08.2014	EUR 4,80	Buy	8
16.05.2014	EUR 4,80	Buy	8
07.04.2014	EUR 4,80	Buy	8
18.11.2013	EUR 4,80	Buy	8
16.10.2013	EUR 4,40	Buy	8
16.08.2013	EUR 4,00	Buy	8
15.05.2013	EUR 4,00	Buy	8
10.04.2013	EUR 4,00	Buy	8
16.11.2012	EUR 4,00	Buy	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 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.