

asknet

Reuters: A5AGn.DE

Bloomberg: A5A:GR

Rating: Buy **Risiko: Hoch**
Kurs: EUR 1,72
Kursziel: EUR 3,90 (bislang EUR 4,60)

Gewinnwarnung aufgrund Sonderbelastung

Heute hat asknet überraschend eine Gewinnwarnung ausgesprochen. Hintergrund sind erwartete Sondereffekte aus einer fehlerhaften Umsatzsteuerabführung bei Transaktionen in Norwegen. Diese führen im laufenden Geschäftsjahr zu einer Ergebnisbelastung von bis zu EUR 2,6 Mio. Schadenersatzansprüche gegen Dritte im Rahmen einer D&O-Versicherung werden derzeit geprüft. Wir adjustieren daher unsere Ergebnisschätzungen und nehmen unser DCF-basiertes Kursziel auf EUR 3,90 von zuletzt EUR 4,60 je Aktie zurück. Angesichts eines erwarteten Kurspotenzials von 126,7% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der asknet AG.

Umsatzsteuerprobleme in Norwegen

Im Zuge einer Prüfung durch die norwegische Steuerbehörde wurde asknet heute darüber informiert, dass das Unternehmen bei Softwareverkäufen an norwegische Endkunden Umsatzsteuern berechnen und abführen hätte müssen. Offensichtlich wurde eine Änderung des norwegischen Steuerrechts aus dem Jahr 2011 im Compliance-System der Gesellschaft unzureichend erfasst.

Die möglichen Folgen auf die Ertragslage von asknet können derzeit noch nicht vollständig quantifiziert werden. Dies liegt auch daran, dass gemäß der norwegischen Abgabenordnung neben den auch hierzulande üblichen Steuernachzahlungen und Hinterziehungszinsen zusätzliche Strafzahlungen möglich sind. Angaben gemäß muss mit einer gesamten Ergebnisbelastung in einer Größenordnung zwischen EUR 1,8 Mio. und EUR 2,6 Mio. gerechnet werden.

Anpassung der Guidance

Durch diesen außerordentlichen Aufwand rechnet das Management nun nicht mehr mit einem gegenüber dem Vorjahr leicht verbesserten, positiven Vorsteuerergebnis, sondern geht von einem deutlichen Nachsteuerverlust in der Größenordnung zwischen EUR -1,7 Mio. und EUR -2,5 Mio. aus.

D&O-Versicherung

Aktuell lässt asknet juristisch prüfen, inwiefern Schadenersatzansprüche gegen Dritte im Rahmen der D&O-Versicherung ehemaliger Vorstände geltend gemacht werden können. Eine endgültige Entscheidung, ob und in welchem Umfang die D&O-Versicherung den entstandenen Schaden deckt, dürfte unseres Erachtens jedoch nicht im laufenden Geschäftsjahr gefällt werden.

Reduzierung des Kursziels auf EUR 3,90 je Aktie

Nach der Gewinnwarnung haben wir neben den erwarteten Strafzahlungen vorsichtshalber auch mögliche Folgen eines Imageschadens eingearbeitet und unsere Ergebnisschätzungen in den Jahren 2017e-18e nach unten angepasst. Dadurch reduziert sich unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 3,90 je Aktie von zuletzt EUR 4,60. Gegenüber dem aktuell gedrückten Kursniveau von EUR 1,72 ergibt sich damit ein Kurssteigerungspotenzial von 126,7%. Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der asknet AG.

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

EUR Mio. (31/12)	2014	2015	2016e	2017e
Umsatz	89,4	73,3	76,7	78,5
Serv. Revenues	10,2	10,0	11,0	11,5
EBITDA	0,2	0,2	0,4	0,8
EBIT	0,1	0,1	0,2	0,7
EBT	0,1	0,1	-2,1	0,7
EAT	0,1	0,1	-2,1	0,7

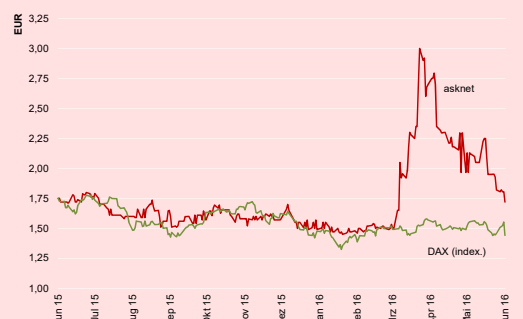
% Serv. Rev.	2014	2015	2016e	2017e
EBIT	1,1%	1,0%	2,2%	6,0%
EBT	1,1%	0,9%	-19,1%	6,5%
EAT	1,0%	0,8%	-18,6%	6,3%

Je Aktie/EUR	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,02	0,02	-0,40	0,14
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,78	0,81	0,40	0,54
Cashflow	0,73	-0,43	-0,59	0,07

%	2014	2015	2016e	2017e
EK-Quote	22,1%	33,9%	20,8%	25,0%
Gearing	-191%	-129%	-100%	-81%

x	2014	2015	2016e	2017e
KGV	83,4	n/a	n/a	12,2
EV/Umsatz	0,01	0,04	0,09	0,08
EV/EBIT	10,6	32,4	28,1	9,5
KBV	2,2	2,0	4,3	3,2

EUR Mio.	2016e	2017e
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

Risiken für unser Rating und Kursziel

Risiken

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 **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.

Unternehmensprofil

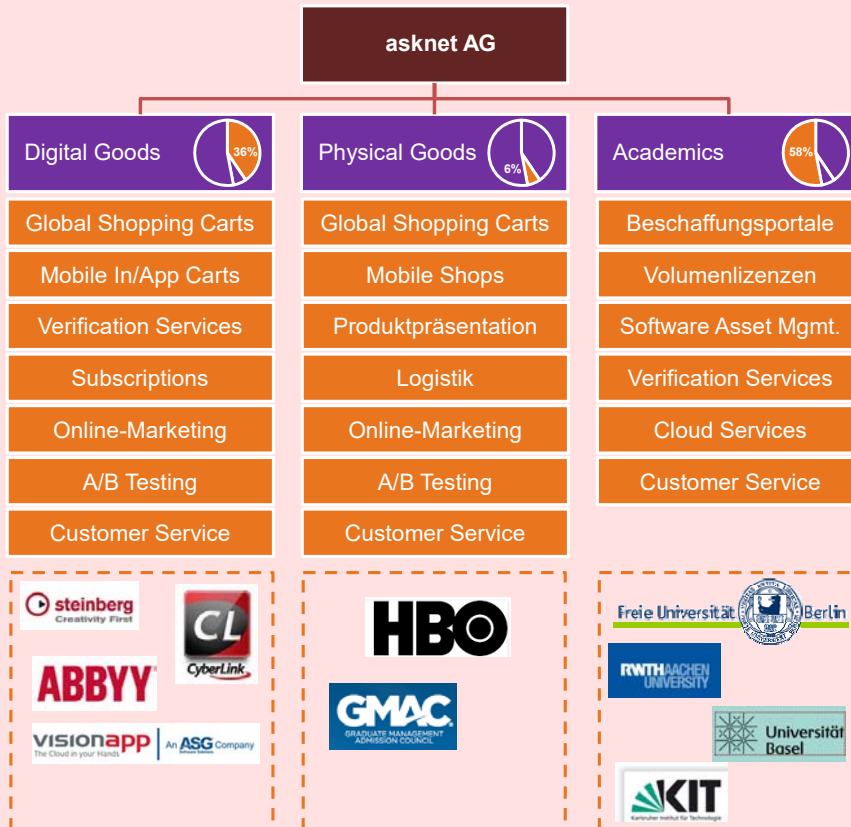
Mit knapp 3.000 Transaktionen pro Tag ist asknet einer der führenden Anbieter von Software-Lösungen und IT-Dienstleistungen für den Onlinevertrieb von physischen und digitalen Produkten. Dabei ist asknet in drei Geschäftsfeldern tätig:

- ⊖ 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.
- ⊖ 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.
- ⊖ 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.

ABBILDUNG 1: 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

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	76,7	78,5
YoY	%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%	-18,0%	4,5%	2,4%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,2	0,9	0,6	0,6	0,7	0,5	0,6
Gesamtleistung	EUR Mio.	65,6	75,7	82,8	90,0	74,0	77,2	79,1
YoY	%	-9,8%	15,4%	9,4%	8,7%	-17,8%	4,3%	2,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	-55,6	-64,9	-72,1	-79,1	-63,4	-65,7	-67,0
in % der Gesamtleistung	%	-84,7%	-85,8%	-87,1%	-88,0%	-85,6%	-85,0%	-84,8%
Rohhertrag	EUR Mio.	10,0	10,8	10,7	10,8	10,6	11,5	12,0
YoY	%	-3,4%	7,1%	-0,5%	1,3%	-1,9%	8,6%	4,3%
in % der Gesamtleistung	%	15,3%	14,2%	12,9%	12,0%	14,4%	15,0%	15,2%
Service Revenues	EUR Mio.	9,8	9,9	10,1	10,2	10,0	11,0	11,5
YoY	EUR Mio.	5,0%	0,5%	-9,9%	43,4%	7,3%	-2,6%	4,4%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	15,0%	13,1%	12,3%	11,4%	13,5%	14,3%	14,5%
Personalaufwand	EUR Mio.	-5,9	-4,8	-5,0	-5,4	-5,2	-5,8	-6,0
in % der Bruttoerlöse	%	-9,0%	-6,3%	-6,1%	-6,1%	-7,1%	-7,6%	-7,6%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-4,9	-5,8	-5,4	-5,2	-5,2	-5,4	-5,2
in % der Bruttoerlöse	%	-7,5%	-7,8%	-6,5%	-5,8%	-7,1%	-7,0%	-6,7%
EBITDA	EUR Mio.	-0,8	0,2	0,4	0,2	0,2	0,4	0,8
in % der Service Revenues	%	-7,7%	2,0%	3,7%	2,3%	2,3%	3,5%	7,2%
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	0,2	0,7
YoY	%	34,7%	-109,5%	180,0%	-52,2%	-16,5%	152,9%	186,1%
YoY	EUR Mio.	0,3	0,0	-0,2	0,8	0,2	0,1	0,2
in % der Service Revenues	%	-9,1%	0,9%	2,3%	1,1%	1,0%	2,2%	6,0%
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	0,1
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,4	0,0
EBT	EUR Mio.	-0,8	0,1	0,2	0,1	0,1	-2,1	0,7
in % der Service Revenues	%	-8,6%	1,0%	2,4%	1,1%	0,9%	-19,1%	6,5%
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%	-2,3%	-3,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	-2,1	0,7
in % der Service Revenues	%	-8,9%	0,8%	2,3%	1,0%	0,8%	-18,6%	6,3%
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	-0,40	0,14

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)

		Q1/16	Q2/16e	H1/16e	Q3/16e	9M/16e	Q4/16e	2016e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	15,8	21,3	37,1	18,5	55,6	21,0	76,7
YoY	%	-5,8%	5,2%	0,2%	2,2%	0,9%	15,6%	4,5%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2	0,5
Gesamtleistung	EUR Mio.	15,9	21,4	37,2	18,7	55,9	21,3	77,2
YoY	%	-6,6%	5,2%	-0,2%	2,2%	0,6%	15,5%	4,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-13,6	-18,8	-32,4	-15,3	-47,8	-17,9	-65,7
in % der Gesamtleistung	%	-85,9%	-88,0%	-87,1%	-82,1%	-85,4%	-84,0%	-85,0%
Rohhertrag	EUR Mio.	2,2	2,6	4,8	3,4	8,1	3,4	11,5
YoY	%	-8,6%	5,9%	-1,4%	7,1%	1,9%	28,8%	8,6%
in % der Gesamtleistung	%	14,1%	12,0%	12,9%	17,9%	14,6%	16,0%	15,0%
Service Revenues	EUR Mio.	2,1	2,5	4,6	3,2	7,8	3,2	11,0
YoY	EUR Mio.	3,9%	31,2%	10,5%	10,5%	6,4%	8,3%	-2,6%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	13,5%	11,6%	12,4%	17,1%	14,0%	14,9%	14,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,3	-2,7	-1,4	-4,1	-1,8	-5,8
in % der Bruttoerlöse	%	-8,6%	-6,2%	-7,2%	-7,5%	-7,3%	-8,3%	-7,6%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,3	-1,2	-2,6	-1,2	-3,7	-1,6	-5,4
in % der Bruttoerlöse	%	-8,5%	-5,9%	-7,0%	-6,3%	-6,7%	-7,6%	-7,0%
EBITDA	EUR Mio.	-0,5	0,0	-0,5	0,8	0,3	0,0	0,4
in % der Service Revenues	%	-21,4%	-0,1%	-10,0%	24,8%	4,2%	1,5%	3,5%
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	0,0	-0,5	0,8	0,2	0,0	0,2
YoY	%	190,1%	-70,0%	84,9%	29,6%	-22,7%	-103,3%	152,9%
YoY	EUR Mio.	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
in % der Service Revenues	%	-23,0%	-1,4%	-11,4%	23,8%	3,0%	0,2%	2,2%
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	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,4	-2,4
EBT	EUR Mio.	-0,5	0,0	-0,5	0,8	0,2	-2,3	-2,1
in % der Service Revenues	%	-23,0%	-1,2%	-11,3%	23,9%	3,1%	-73,7%	-19,1%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
in % des EBT	%	0,1%	-3,0%	-0,1%	-3,0%	-9,4%	-3,0%	-2,3%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,5	0,0	-0,5	0,7	0,2	-2,3	-2,1
in % der Service Revenues	%	-23,0%	-1,2%	-11,3%	23,2%	2,8%	-71,5%	-18,6%
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	-0,01	-0,10	0,15	0,04	-0,45	-0,40

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	8,2	9,4
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	2,0	2,2
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	9,7	11,0
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	3,5	3,6	3,8	3,9	4,1	2,0	2,7
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	-3,1	-2,4
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	9,7	11,0
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%	14,4%	12,8%
Immaterielles Vermögen	%	0,2%	0,1%	0,1%	6,0%	8,7%	10,9%	9,7%
Sachanlagevermögen	%	1,8%	1,1%	2,5%	1,7%	2,8%	3,5%	3,1%
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%	84,1%	85,8%
Vorräte	%	1,1%	2,7%	7,8%	5,6%	6,7%	8,7%	8,0%
Forderungen aus Lieferung & Leistung	%	41,1%	40,1%	48,7%	42,7%	29,4%	47,0%	50,8%
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%	7,7%	6,8%
Liquide Mittel	%	52,0%	48,7%	37,5%	42,1%	43,9%	20,7%	20,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,2%	1,5%	1,7%	0,9%	3,5%	1,5%	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	%	30,3%	26,7%	29,1%	22,1%	33,9%	20,8%	25,0%
Grundkapital	%	43,1%	37,3%	38,6%	28,5%	41,9%	52,3%	46,4%
Kapitalrücklage	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,5%	0,5%
Währungsanpassungen	%	0,8%	0,5%	0,3%	0,3%	0,6%	0,3%	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%	-32,3%	-22,1%
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	%	10,1%	10,4%	22,8%	17,9%	23,2%	18,5%	16,4%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	58,5%	62,6%	47,8%	57,4%	37,7%	55,6%	58,4%
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%	46,9%	50,7%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	5,2%	7,4%	8,4%	16,3%	8,3%	8,7%	7,7%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,1%	0,3%	0,3%	2,6%	5,2%	5,1%	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	-2,1	0,7
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	-3,0	0,4
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	-3,2	0,2
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	-3,3	0,2
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	2,0
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	6,1	6,6	4,9	7,5	5,3	2,0	2,2

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	76,7	78,5
Digital Goods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	42,9	45,3	46,2
Physical Goods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	4,1	4,6	5,3
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	26,7	27,0
YoY	%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%	-18,0%	4,5%	2,4%
Digital Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5,7%	2,0%
Physical Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	13,5%	13,2%
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%	1,2%	1,3%
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%	59,1%	58,9%
Physical Goods	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,6%	6,1%	6,7%
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%	34,8%	34,4%
Service Revenues	EUR Mio.	9,8	9,9	10,1	10,2	10,4	11,0	11,5
Digital Goods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3	6,0	6,4
Physical Goods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	1,0
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%	5,9%	4,4%
Digital Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	13,7%	7,0%
Physical Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5,0%	6,7%
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%	-3,6%	0,1%
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%	54,4%	55,8%
Physical Goods	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,3%	8,2%	8,4%
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%	37,4%	35,8%
in % der Bruttoerlöse	%	15,1%	13,2%	12,3%	11,4%	14,2%	14,4%	14,6%
Digital Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	12,3%	13,2%	13,9%
Physical Goods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	21,0%	19,4%	18,3%
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%	15,4%	15,2%

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	76,7	78,5
Rohhertrag	EUR Mio.	10,0	10,8	10,7	10,8	10,6	11,5	12,0
Service Revenues	EUR Mio.	9,8	9,9	10,1	10,2	10,0	11,0	11,5
EBITDA	EUR Mio.	-0,8	0,2	0,4	0,2	0,2	0,4	0,8
EBIT	EUR Mio.	-0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,7
EBT	EUR Mio.	-0,8	0,1	0,2	0,1	0,1	-2,1	0,7
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	-2,1	0,7
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	1,72	1,72
EPS	EUR	-0,17	0,02	0,05	0,02	0,02	-0,40	0,14
BVPS	EUR	0,70	0,71	0,75	0,78	0,81	0,40	0,54
CFPS	EUR	-0,54	0,14	-0,28	0,73	-0,43	-0,59	0,07
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							3,90
Performance bis Kursziel	%							126,7%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge*	%	-7,7%	2,0%	3,7%	2,3%	2,3%	3,5%	7,2%
EBIT-Marge*	%	-9,1%	0,9%	2,3%	1,1%	1,0%	2,2%	6,0%
EBT-Marge*	%	-8,6%	1,0%	2,4%	1,1%	0,9%	-19,1%	6,5%
Netto-Marge*	%	-8,9%	0,8%	2,3%	1,0%	0,8%	-18,6%	6,3%
FCF-Marge*	%	-28,1%	5,4%	-15,6%	24,7%	-23,5%	-28,6%	1,8%
ROE	%	-24,7%	2,2%	6,1%	2,7%	2,0%	-101,2%	26,2%
NWC/Umsatz	%	-10,1%	-14,7%	23,4%	15,7%	22,1%	20,4%	19,9%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	808	860	894	1.016	741	774	793
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-11,0	1,0	2,6	1,3	1,0	2,4	6,9
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%	146,7%	168,6%
Wachstumsraten								
Umsatz	%							
Rohhertrag	%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%	-18,0%	4,5%	2,4%
Service Revenues	%	-3,4%	7,1%	-0,5%	1,3%	-1,9%	8,6%	4,3%
EBITDA	%	-4,3%	0,4%	2,7%	0,8%	-2,7%	10,5%	4,4%
EBIT	%	41,7%	n/a	87,7%	-36,4%	-4,6%	65,7%	118,7%
EBT	%	34,7%	n/a	180,0%	-52,2%	-16,5%	152,9%	186,1%
Nettoergebnis	%	45,0%	n/a	131,7%	-52,8%	-19,3%	n/a	n/a
EPS	%	41,2%	n/a	191,4%	-54,8%	-21,8%	n/a	n/a
CFPS	%	41,1%	n/a	191,4%	-54,8%	-22,6%	n/a	n/a
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	8,3	9,6
Eigenkapital	EUR Mio.	3,5	3,6	3,8	3,9	4,1	2,0	2,7
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%	20,8%	25,0%
Gearing	%	-171,5%	-182,5%	-128,8%	-190,6%	-129,2%	-99,5%	-80,9%
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	7,9	7,1
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	8,8	8,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-6,1	-6,6	-4,9	-7,5	-5,3	-2,0	-2,2
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	6,7	6,5
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	0,09	0,08
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	17,8	7,9
EV/EBIT	x	n/a	n/a	34,2	10,6	32,4	28,1	9,5
KGV Hoch	x	n/a	143,6	65,7	135,8	116,5	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	69,6	28,0	65,5	85,8	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	97,7	38,6	102,8	102,8	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	81,7	56,5	83,4	103,4	n/a	12,2
KBV	x	1,8	1,8	3,4	2,2	2,0	4,3	3,2
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%	-36,0%	2,3%
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	-3,0	0,4
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	-3,2	0,2
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.	76,7	78,5	80,4	81,8	82,7	83,2	83,5	83,6	83,7	83,8	83,9	83,9
Umsatzwachstum	%	4,5%	2,4%	2,4%	1,7%	1,1%	0,6%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBIT	EUR Mio.	-2,1	0,7	1,0	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1	2,1
EBIT-Marge	%	-2,8%	0,9%	1,3%	1,4%	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,5%	2,5%
Steuerquote (τ)	%	-2,3%	-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.	-2,1	0,7	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	1,4
Investitionen (Capex, WC, M&A)	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
FCFF	EUR Mio.	-2,2	0,6	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9	2,0	1,4
WACC	%	9,5%	9,1%	8,7%	8,3%	7,9%	7,5%	7,1%	6,7%	6,3%	5,9%	5,5%	
PV (FCFF)	EUR Mio.	-2,2	0,5	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	
Terminal Cashflow	EUR Mio.	1,4											
Terminal Cost of Capital	EUR Mio.	5,1%											
Terminal Value	EUR Mio.	16,3											
PV (Terminal Value)	EUR Mio.	8,1											
PV (Cashflow über 10 Jahre)	EUR Mio.	7,9											
Summe der Barwerte	EUR Mio.	14,3											
						EUR	-0,1%	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%
Insolvenzwahrscheinlichkeit TV p.a.	%	3,4%				1,0%	3,00	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,80
Wert Operative Assets	EUR Mio.	14,3				1,5%	3,30	3,30	3,20	3,20	3,20	3,20	3,10
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0				2,0%	3,60	3,60	3,60	3,50	3,50	3,50	3,50
Cash	EUR Mio.	5,3				2,5%	3,90	3,90	3,90	3,90	3,80	3,80	3,80
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	19,6				3,0%	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,10	4,10
Anzahl Aktien	Mio.	5,0				3,5%	4,60	4,50	4,50	4,50	4,50	4,40	4,40
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	3,90				4,0%	4,90	4,90	4,80	4,80	4,80	4,80	4,70
<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)
24.06.2016	EUR 3,90	Buy	1, 8
30.05.2016	EUR 4,60	Buy	1, 8
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.