

## Erlebnis Akademie

Reuters: EADG.DE

Bloomberg: EAD GY

### Über den Wipfeln

Wir nehmen die Aktien der Erlebnis Akademie AG (eak) mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf. Unser Kursziel von EUR 13,50 ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells (Primär-Methode), das von Peergroup-Multiplikatoren aus Betreibern von Freizeitparks (Sekundär-Methode) unterstützt wird. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 7,49 ergibt sich ein Kurspotenzial von rund 80,2%.

#### Führender Anbieter von Baumwipfelpfaden

Mit mehr als 1 Mio. Besuchern in vier Einrichtungen im Bayerischen Wald, dem Schwarzwald, auf Rügen und im tschechischen Lipno ist die 2001 gegründete Erlebnis Akademie der führende Anbieter von Naturerlebniseinrichtungen, insbesondere Baumwipfelpfaden, in Mitteleuropa.

#### Innovations- und Marktführer in Mitteleuropa

eak ist aus unserer Sicht klarer Innovationsführer am Markt. Die bislang von eak eingeführten Attraktionen, angefangen vom „Baum-Ei“ bis zur „Erdhöhle“, die voraussichtlich im nächsten Baumwipfelpfad in Tschechien realisiert werden wird, sind auch heute „revolutionär“ und stellen eine sinnvolle Erweiterung des Geschäftsmodells dar. Weiters höhere Besucherzahlen als vergleichbare Baumwipfelpfade anderer Anbieter belegen, dass diese „Premium-Strategie“ auch unter ökonomischen Aspekten Wettbewerbsvorteile sichert.

#### Umsetzung einer stringenten Wachstumsstrategie

Die Unternehmensstrategie von eak basiert auf (1) einer Beschleunigung des organischen Wachstums, um in einem begrenzten Markt die bestehenden Marktchancen zu nutzen, was (2) einen Ausbau der Marktführerschaft zur Folge haben soll – auch durch Beteiligungen, etwa im Ausland, (3) einer Erweiterung der Produkt- und Dienstleistungspalette, beispielsweise um den Ausbau von Merchandising-Dienstleistungen oder Komplementoren-Marketingangebote, sowie in (4) der Umsetzung einer Dach- und Submarkenstrategie.

#### Zweistellige Wachstumsraten bei Umsatz und Ergebnis

eak generiert schwerpunktmäßig Umsätze durch Eintrittsgelder und Führungen, in geringerem Maße auch aus Merchandising, Gastronomie und naturorientierten Seminar-, Event- und Teamtrainings. Mittelfristig sollen auch Erlöse aus Komplementoren-Marketing für Dritte hinzukommen. Die Kostenseite wird (wie im Dienstleistungssektor üblich) von Personalaufwendungen dominiert.

Seit 2010, dem Jahr, in dem der erste Baumwipfelpfad ganzjährig in Betrieb war, konnte eak eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Umsätze von 25,2% erreichen. Dabei war eak durchgängig und auf allen Ebenen profitabel – mit zuletzt steigender Tendenz. Treiber des Umsatz- und Ergebniswachstums war die Eröffnung von drei weiteren Naturerlebniseinrichtungen. Eine vergleichbare Run-Rate haben wir auch in den folgenden vier Jahren angelegt. Für das laufende Jahr rechnen wir bei Erlösen von EUR 6,8 Mio. mit einem (um die Kosten des Börsengangs bereinigten) Nachsteuerergebnis von EUR 0,445 Mio. Bis 2017e erwarten wir einen Anstieg von Umsatz bzw. Nachsteuerergebnis auf EUR 7,6 Mio. bzw. EUR 0,732 Mio.

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 7,49

Kursziel: EUR 13,50

ISIN/WKN: DE0001644565 / 164456

Indizes: -

Transparenzlevel: m:access

Gewichtete Anzahl Aktien: 1,568 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 11,7 Mio.

Handelsvolumen/Tag: n/a

Jahresabschluss 2015: voraussichtlich Mai 2016

EUR Mio. (31/12)	2014	2015e	2016e	2017e
Nettoumsatz	5,8	6,8	7,6	8,4
EBITDA	1,4	1,6	1,9	2,2
EBIT	0,4	0,4	0,6	0,7
EBT	0,3	0,3	0,5	0,9
EAT	0,2	0,2	0,4	0,7

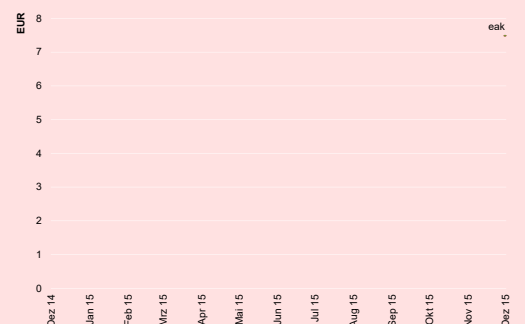
% vom Umsatz	2014	2015e	2016e	2017e
EBITDA	23,7%	23,5%	25,1%	26,7%
EBIT	7,2%	6,2%	8,0%	8,3%
EBT	5,2%	3,8%	6,5%	10,3%
EAT	3,5%	3,0%	5,0%	8,7%

Je Aktie/EUR	2014	2015e	2016e	2017e
EPS	0,15	0,13	0,24	0,47
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	3,63	4,23	4,48	4,94
Cashflow	1,56	0,34	1,19	1,47

%	2014	2015e	2016e	2017e
EK-Quote	41%	46%	41%	33%
Gearing	96%	50%	115%	125%

x	2014	2015e	2016e	2017e
KGV	n/a	57,3	30,9	16,1
EV/Umsatz	n/a	2,2	2,6	2,5
EV/EBIT	n/a	9,4	10,4	9,5
KBV	n/a	1,8	1,7	1,5

EUR Mio.	2015e	2016e	2017e
Guidance: Umsatz	6,8	-	-
Guidance: EBIT	0,4	-	-



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

## Inhaltsverzeichnis

Executive Summary.....	3
Business Profile.....	4
Unternehmenswert EUR 13,50 je Aktien – Buy.....	8
Auf Augenhöhe mit der Natur.....	17
Unternehmensstrategie.....	32
Unternehmensgeschichte und Management.....	33
Aktionärsstruktur.....	35
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken.....	36
Trend zu nachhaltigem Tourismus.....	39
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen.....	49
Gewinn- und Verlustrechnung.....	58
Bilanz.....	60
Bilanz (normalisiert).....	62
Cashflow-Statement.....	64
Segmente.....	66
Segmente (alternativ).....	68
Auf einen Blick I.....	70
Auf einen Blick II.....	72
Wetterdaten eak-Standorte, 2005-15.....	74
DCF-Modell.....	75
Disclaimer.....	77

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

## Executive Summary

### **Der Markt für Naturerlebniseinrichtungen boomt**

In den vergangenen zwölf Jahren wurden in Deutschland 14 Baumwipfelpfade in Betrieb genommen, ein weiterer befindet sich derzeit in Bau. 2015e dürften diese von über 1,5 Mio. Menschen besucht werden, was bei einem unterstellten Ticketpreis von EUR 6,20 einem Marktvolumen von etwa EUR 9,4 Mio. entspricht. In diesem boomenden Umfeld ist eak mit einem Marktanteil von knapp 50% der klar führende Anbieter.

### **Breite Zielkundenstruktur ohne Abhängigkeiten bei hoher Kundentreue**

Im Gegensatz zu den schnelllebigen Fun- und Freizeitparks à la Disneyland wird von eak eine breitest mögliche Zielgruppe adressiert – nämlich jeder – mit einem breiten Spektrum von Unterzielgruppen, wobei durch die prinzipielle Barrierefreiheit der Baumwipfelpfade auch ältere Menschen, Familien mit Kleinkindern und Kinderwagen sowie Personen mit Handicap angesprochen werden. Besucher sind sowohl Tagesreisende, als auch Urlauber in der Region. Eine Mehrheit der Gäste kann zudem für wiederholte Besuche gewonnen werden.

### **Ausbau der Marktführerschaft, Expansion in Nachbarländer**

Nachdem von eak in den vergangenen fünf Jahren insgesamt vier Baumwipfelpfade aufgebaut wurden, ist es das strategische Ziel des Unternehmens, das Wachstum im Hauptgeschäftsbereich der Naturerlebniseinrichtungen in den kommenden Jahren nochmals zu beschleunigen. Die Anzahl potenzieller Standorte ist naturgemäß jedoch endlich, so dass nur eine rasche Expansionsstrategie dauerhafte Wettbewerbsvorteile sichert. Durch den Börsengang am m:access der Bayerischen Börse, das durch Bankverbindlichkeiten geleveragt wird, will eak die Marktführerschaft in Deutschland weiter ausbauen und das Geschäftsmodell sukzessive auf angrenzende Länder übertragen.

### **Mittelfristiges Ziel: Bau eines Naturerlebnisparks**

Bis 2020e ist die Umsetzung eines Naturerlebnisparks geplant, in dem natürliche und künstliche Elemente wie zum Beispiel Biome, Wasser-, alpine und unterirdische Welten, Wildtiere und Volieren, Wild- und Nutzpflanzen sowie Labyrinth kombiniert werden können. Vorbild ist Eden Project im englischen Cornwall, das seit seiner Eröffnung im Jahr 2001 mehr als 16 Mio. Besucher angezogen hat.

### **Detaillierte Standortanalyse**

Häufig befinden sich die Einrichtungen in abgelegenen und dünn besiedelten, wengleich touristisch gut erschlossenen Gebieten. Eine alternative Nutzung der Naturerlebniseinrichtung – etwa im Fall mangelnden Besucherinteresses – scheint deshalb nur schwer möglich zu sein. Da die Standortanalyse bei Capex von EUR 3-6 Mio. pro Baumwipfelpfad eine existenzielle Bedeutung einnimmt, hat eak über die Jahre ein datenbankgestütztes Ablaufschema für eine detaillierte Standortanalyse aufgebaut, das nach unserer Einschätzung ein Alleinstellungsmerkmal darstellt.

### **Langjähriges Branchen-Know-how**

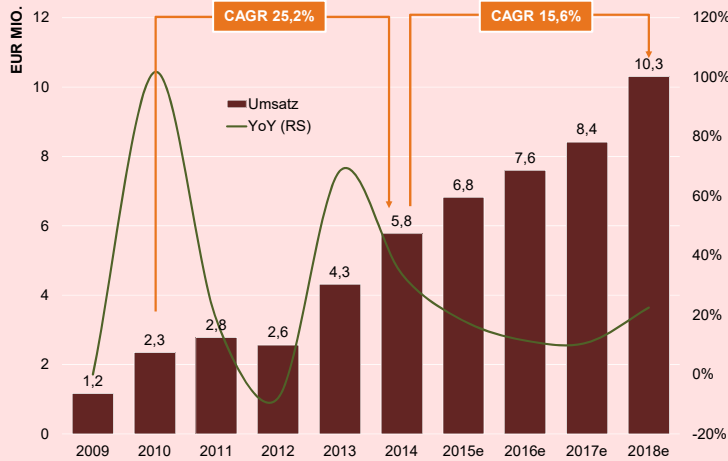
Die Firmengründer gelten als Pioniere im Betrieb von Naturerlebniseinrichtungen, was sich in einem hohen Qualitätsanspruch – auch in Details – und einem konsequenten, ökologisch-didaktischem Ansatz widerspiegelt. Dieses Know-how kann das Unternehmen insbesondere bei der Auswahl neuer Standorte und der Konzeption der Baumwipfelpfade, von denen jeder ein Unikat ist, nutzen.

### **Schwächen und Risiken**

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** Niedrige Markteintrittsbarrieren in einem limitierten Markt; **(2)** hohe Bedeutung der Standortauswahl mit erheblichen Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage; **(3)** ausgeprägte Saisonalitäten bei hoher Abhängigkeit von den Wetterbedingungen insbesondere in den für die Ertragslage wichtigen Sommer- und Herbstmonaten; **(4)** geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aufgrund hoher Capex-Erfordernisse; **(5)** Kannibalisierungsrisiken (auch durch öffentlich-rechtliche Wettbewerber, etwa auf Gemeindeebene); **(6)** Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen – auch wenn das Umsetzungs-Know-how in der Regel vom jeweiligen Marketingleiter und Projektmanager mit getragen wird.

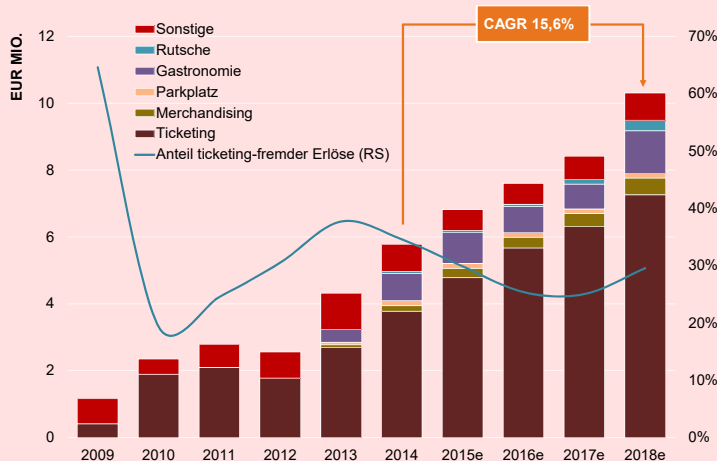
## Business Profile

### UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2009-18E



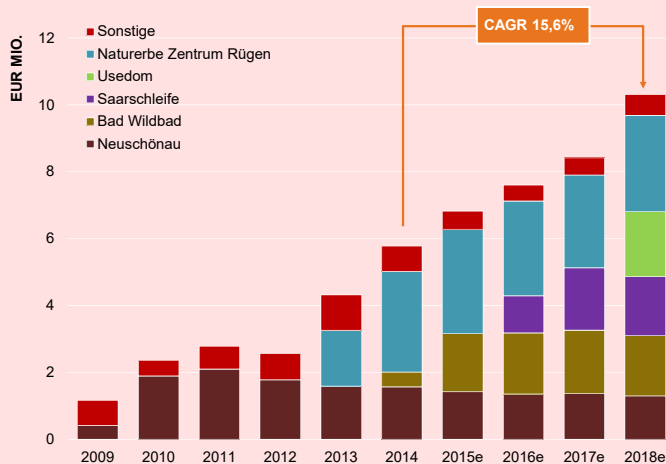
Seit 2010, dem Jahr, in dem der erste Baumwipfelpfad ganzjährig in Betrieb war, konnte eak eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Umsätze von 25,2% erreichen. Treiber des Wachstums war die Eröffnung von zwei weiteren Naturerlebniseinrichtungen. Eine vergleichbare Run-Rate haben wir auch in den folgenden vier Jahren angelegt und rechnen für den Zeitraum 2014-18e mit einer Umsatz-CAGR von 15,6%.

### UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2009-18E



Der überwiegende Teil der Konzernerlöse wird mit Einnahmen aus Ticketing erzielt. Sie waren im vergangenen Jahr für 65,4% der Gesamtumsätze verantwortlich. Darüber hinaus werden Umsätze aus Gastronomie (2014: 14,1%) und Merchandising (2014: 3,5%) erzielt. Sonstige Erlöse, insbesondere Führungen und Seminare waren im vergangenen Jahr für 14,0% verantwortlich.

### UMSATZ NACH STANDORTEN, 2009-18E

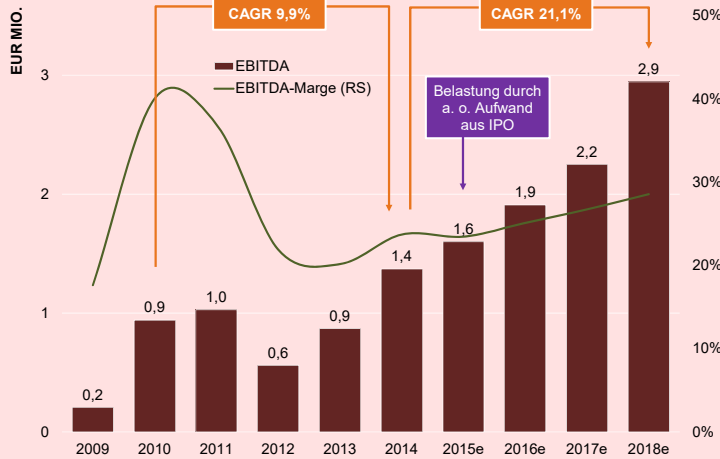


Das Geschäftsmodell Naturerlebnispark ist in anderen Ländern Europas weit weniger bekannt als im deutschsprachigen Raum. Aktivitäten im Ausland werden derzeit nur über eine Minderheitsbeteiligung am tschechischen Baumwipfelpfad in Lipno durchgeführt. Innerhalb Deutschlands ist eak derzeit mit drei Standorten vertreten. In den kommenden drei Jahren rechnen wir mit der Eröffnung von zwei weiteren Naturerlebniseinrichtungen in Usedom und an der Saarschleife.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

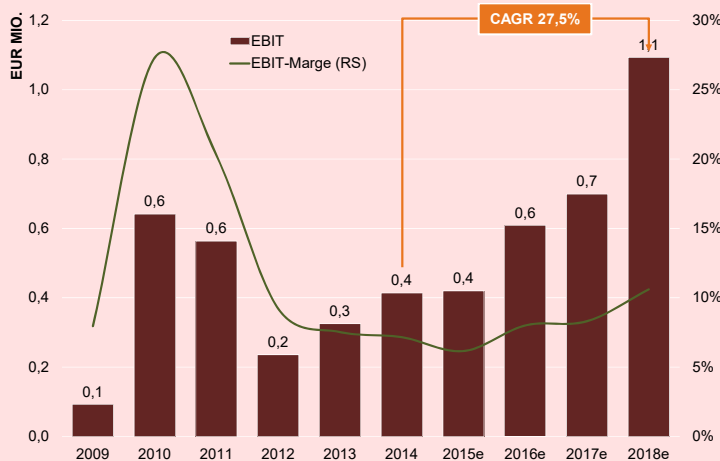
## Business Profile (Forts.)

EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2009-18E



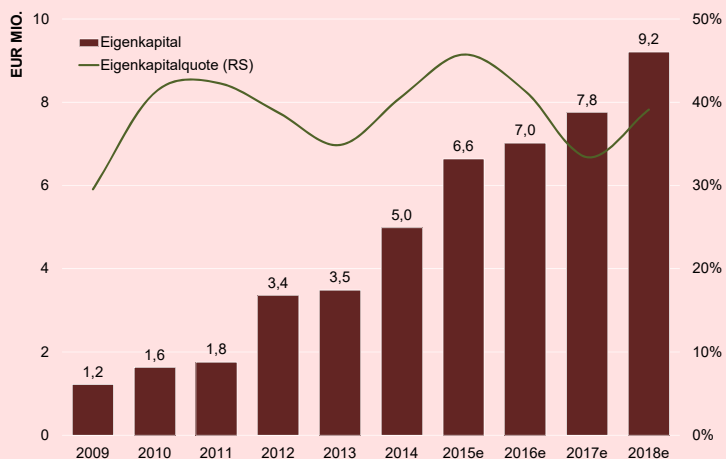
eak war in den vergangenen sechs Jahren stets profitabel – mit zuletzt steigender Tendenz. 2014 konnte mit einem EBITDA von EUR 1,4 Mio. ein neuer Rekordwert erzielt werden. Die EBITDA-Marge lag bei 23,7%. Bis 2018e rechnen wir aufgrund des von uns prognostizierten Aufbaus weiterer Baumwipfelpfade mit einem Anstieg des EBITDA auf dann EUR 2,9 Mio., was einer EBITDA-Marge von 28,6% entspricht.

EBIT UND EBIT-MARGE, 2009-18E



Auch nach Abschreibungen konnte eak seine Profitabilität in den vergangenen drei Jahren deutlich ausbauen. Selbst im laufenden Jahr, das durch die Einmalaufwendungen aus dem Börsengang belastet sein wird, sollte das operative Ergebnis positiv bleiben und sich in den kommenden drei Jahren auf dann EUR 1,1 Mio. ausweiten. Die erwarteten substantiellen Ergebnisbeiträge aus Beteiligungen (2018e: EUR 1,0 Mio.) sind darin noch nicht enthalten.

EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2009-18E

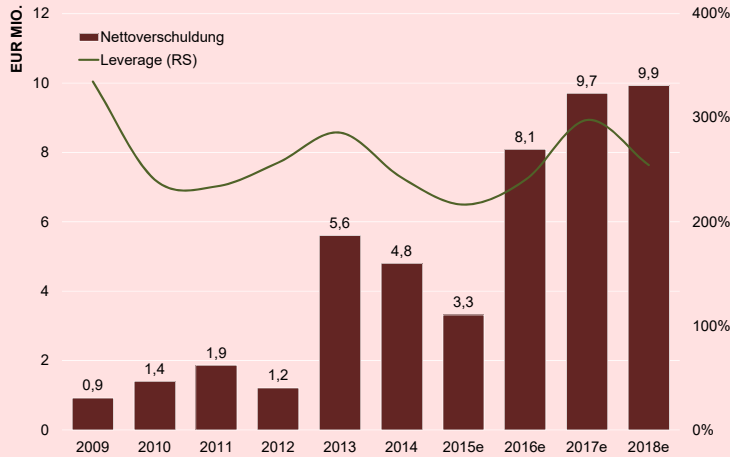


Bedingt durch eine stetige Thesaurierung der Erträge und auch Kapitalerhöhungen konnte das Eigenkapital in den vergangenen Jahren sukzessive auf EUR 5,0 Mio. gesteigert werden. Die Eigenkapitalquote lag im vergangenen Sechsjahreszeitraum mit einer Ausnahme (2009) stets deutlich über der 30%-Schwelle.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

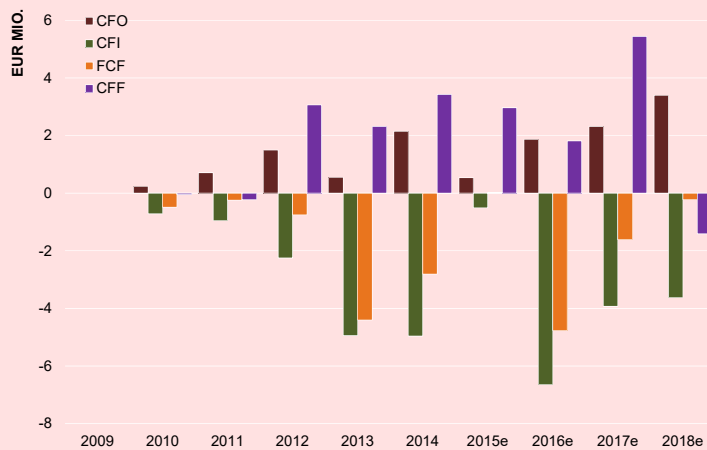
## Business Profile (Forts.)

### NETTOVERSCHULDUNG UND GEARING, 2009-18E



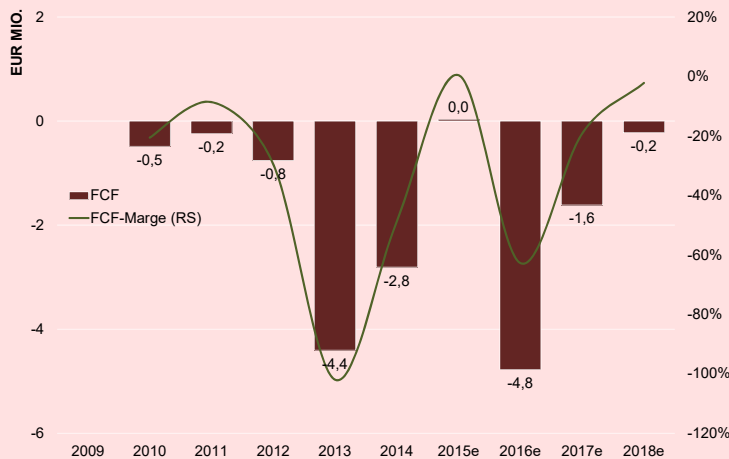
Zum Jahresende 2014 betrug die Nettoverschuldung von eak EUR 4,8 Mio. Das Zinsergebnis lag 2014 mit knapp über EUR -0,1 Mio. aus unserer Sicht im vernachlässigbaren Bereich. Unsere Finanzprognose unterstellt die Finanzierung der bevorstehenden Investitionsprojekte durch die Aufnahme von Fremdkapital.

### KOMPONENTEN DES CASHFLOW, 2009-18E



Nebenstehende Graphik verdeutlicht die hohe Kapitalintensität des Geschäftsmodells. Im Durchschnitt der letzten drei Jahre hat eak EUR 3,0 Mio. in den Ausbau des Sachanlagevermögens investiert. Daran wird sich prinzipiell bis zum Ende unserer Detailplanungsphase 2018e nichts ändern, so dass ...

### FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE, 2011-18E

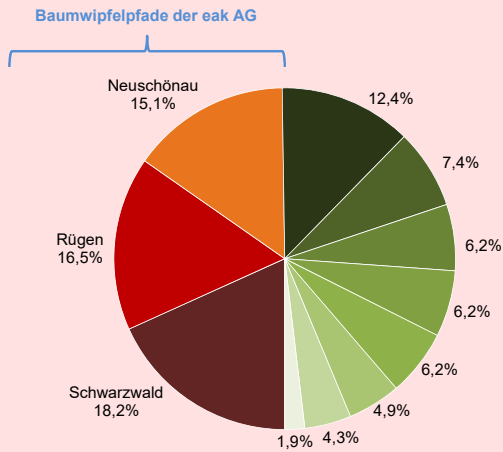


... der Freie Cashflow und die Free Cashflow-Marge nach unseren Schätzungen unverändert im negativen Bereich bleiben werden. Diese müssen durch externe Mittel aus dem Börsengang, die Thesaurierung der Erträge oder die Aufnahme von Fremdkapital finanziert werden.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

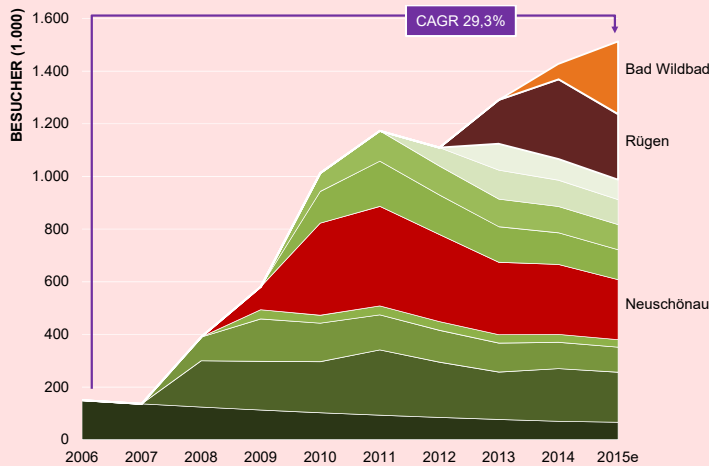
## Business Profile (Forts.)

### MARKTANTEILE BAUMWIPFELPFADE IN DEUTSCHLAND, 2015E



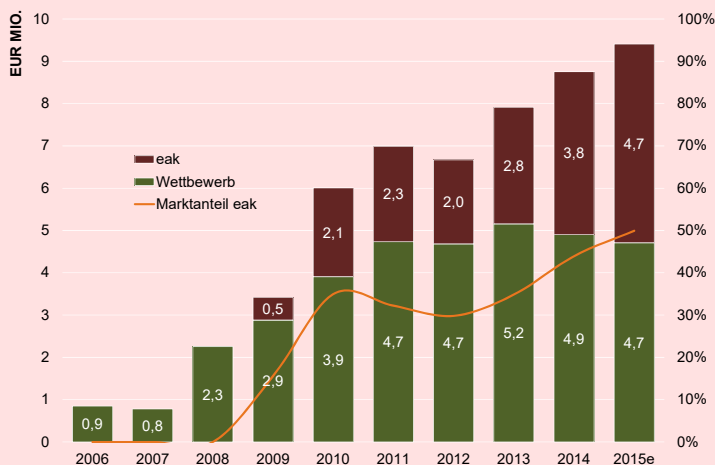
Durch die ganzjährige Betriebstätigkeit sämtlicher Einrichtungen und deren hohe Qualität weisen die Einrichtungen von eak deutlich höhere Besucherzahlen auf als andere Baumwipfelpfade. Für 2015e rechnen wir damit, dass eak in Deutschland mit rund 758.000 Besuchern einen Marktanteil von 49,9% erreichen wird.

### MARKTANTEILE BAUMWIPFELPFADE IN DEUTSCHLAND, 2006-15E



Getrieben von zahlreichen Neueröffnungen lag die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Besucherzahlen von Baumwipfelpfaden in Deutschland im Zeitraum 2006-2015e bei 29,3%. Im laufenden Jahr dürften damit mehr als 1,5 Mio. Besucher in den deutschen Baumwipfelparks gezählt werden.

### MARKTANTEILE BAUMWIPFELPFADE IN DEUTSCHLAND, 2006-15E



Bei angenommenen Ticketpreisen von durchschnittlich EUR 6,20 (netto) dürfte sich das gesamte, mit Baumwipfelpfaden erwirtschaftete Marktvolumen nach unserer Einschätzung im laufenden Jahr auf knapp EUR 9,4 Mio. belaufen. Der Marktanteil der drei von eak in Deutschland betriebenen Baumwipfelpfaden liegt damit u. E. bei 49,9%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Unternehmenswert EUR 13,50 je Aktien – Buy

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der eak AG auf einer anhand eines standardisierten dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Modell (Primärmethode) sowie auf der Basis von marktabhängigen Peergroup-Multiplikatoren (Sekundärmethode).

eak ist ein Wachstumsunternehmen par excellence: In den vergangenen vier Jahren konnte eak eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 18,8% erzielen und den Umsatz auf EUR 5,8 Mio. verbessern. Ursächlich für dieses hohe Wachstum war die sukzessive Eröffnung von Naturerlebniseinrichtungen, aus denen eak auch im laufenden Jahr 2015e weiteres Wachstum generieren wird. Gleichzeitig war eak stets profitabel und sollte im laufenden Jahr das Nachsteuerergebnis (ohne Berücksichtigung der IPO-Kosten) auf EUR 0,445 Mio. verbessern. Für die kommenden drei Jahre rechnen wir mit einer Fortsetzung des positiven Umsatz- und Ergebnistrends. Im nachfolgenden Zehnjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangphase markiert und mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2028e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des operativen Ergebnisses (inklusive des Beteiligungsergebnisses) von 12,0% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,6%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einem Bear-Case- bzw. einem Bull-Case-Szenario haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Damit ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals im Base-Case-Szenario von EUR 13,50 je Aktie. Aus dem Bear-Case-Szenario ermitteln wir einen Wert des Eigenkapitals von EUR 10,60 je Aktie, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 16,40 je Aktie.

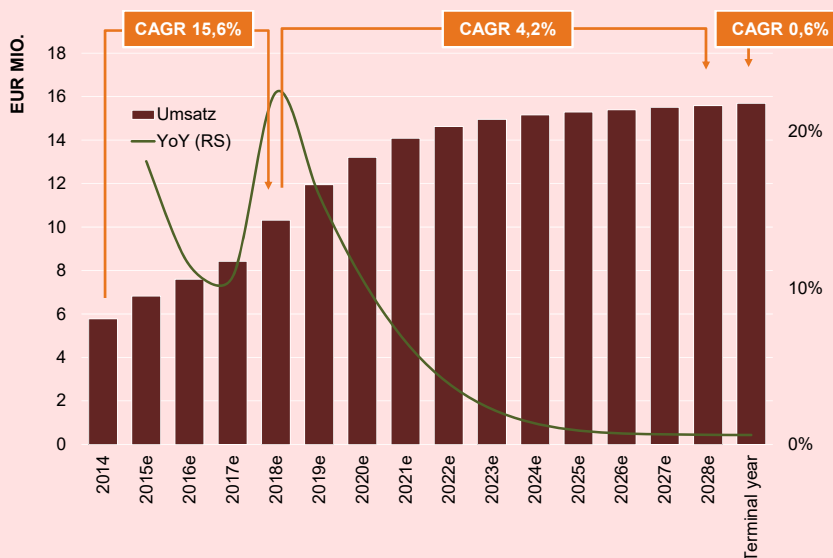
Diesen inneren Wert aus dem DCF-Modell haben wir durch marktabhängige Bewertungsverfahren bestätigt. Nachdem wir sieben repräsentative Betreiber von Freizeitparks ausgewählt und eine Bewertung anhand des EV/Umsatz- bzw. EV/EBITDA-Multiples für das Geschäftsjahr 2017e vorgenommen haben, ermitteln wir auf Basis unserer Ergebnisprognosen für eak sowie den jeweiligen Consensus-Schätzungen für die Peergroup einen Wert des Eigenkapitals der eak von EUR 13,00 (EV/Umsatz) bzw. EUR 15,60 (EV/EBITDA) je Aktie. Damit ergibt sich nach unserer Einschätzung eine gute Schnittmenge der beiden Bewertungsverfahren.

### Unser Hauptbewertungsverfahren für eak ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Das Geschäftsmodell von eak ist kapitalintensiv: Wachstum wird durch den Aufbau und den Betrieb neuer Naturerlebniseinrichtungen erreicht. Aus dem Working Capital ergibt sich demgegenüber sogar die Freisetzung von Kapital. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist demnach ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien von eak (Primärmethode).

Bis 2018e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflowplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2028e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 15,6% bzw. 4,2%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2018e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2014-18e in Höhe von 15,6%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige Grobplanungsphase), die 2028e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 4,2% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

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

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** (ohne Berücksichtigung von Beteiligungserträgen) von 10,6% in 2018e auf 21,8% in 2028e (Peak Margins) infolge rückläufiger Erweiterungsinvestitionen sukzessive mehr als verdoppeln werden;
- ⑤ dass schwerpunktmäßig im Ausland erzielte **Beteiligungserträge** nach Ende der Detailplanungsphase mit derselben Rate wachsen wie auch die operativen Erträge im Inland;
- ⑤ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 15,0% (bzw. inklusive Berücksichtigung der Beteiligungserträge bei 28,0%) liegen;
- ⑤ ein ausgesprochen konservativ eingestuftes Fundamental-**beta** von 1,2, das sich bei der erst seit gestern börsennotierten eak AG in Ermangelung von Börsenkursen aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

Unsere Annahmen unterstellen eine deutliche Marktdurchdringung in Deutschland, aber auch im europäischen Ausland, wo das Konzept Baumwipfelpfad noch relativ unbekannt ist.

## TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⑤ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt; per Saldo rechnen wir ab 2019e nur noch mit geringen Erweiterungsinvestitionen bestehender Standorte, nicht jedoch mit zusätzlichen Neueröffnungen.
- ⑤ dass sich der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode mit 17,0% über dem in der Detailplanungsphase zuletzt zu beobachtenden Durchschnittswert einpendelt;
- ⑤ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 2,0% pro Jahr, der ein von uns für eak abgeleitetes synthetisches Rating von BB zugrunde liegt;
- ⑤ dass die von eak in 2018e erwirtschafteten Cashflows mit einem durch-

schnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 6,8% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,2 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 9,6% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer (aus dem erwarteten Börsenumsatz abgeleiteten) Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem von uns angesichts einer EBIT-ICR von 3,2x ermittelten synthetischen Unternehmens-Rating von BB sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 3,7% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass eak eine industrietypischen Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 30%/70% anstrebt;

**TABELLE 2: WACC (2018E)**

<b>Kosten des Eigenkapitals nach CAPM</b>		<b>12,1%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,2
Erwartete Risikoprämie (geometrische Mittelwert)	%	9,6%
<b>Small Cap-Prämie</b>	<b>%</b>	<b>2,0%</b>
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	30,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>4,2%</b>
<b>Kosten der Verschuldung</b>		<b>3,7%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	3,7%
Grenzsteuersatz	%	14,9%
Zielkapitalstruktur	%	70,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>2,6%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	<b>%</b>	<b>6,8%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

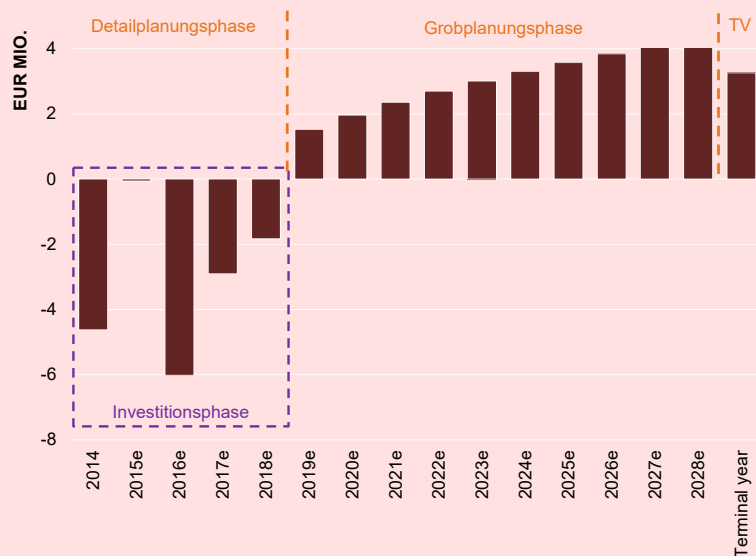
- Ⓢ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger); dies betrifft insbesondere die Jahre der Detailplanungsphase, in der wir aufgrund der hohen Investitionen in Sachanlagen und Beteiligungen erhebliche negative Free Cashflows erwarten.
- Ⓢ dass eak in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von 6,8% (2018e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

#### Dynamische Entwicklung der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2015e bis 2028e. Erkennbar ist, wie die Anfangs- oder Detailplanungsphase von den erheblichen Investitionen in den Aufbau weiterer Naturerlebniseinrichtungen belastet sein wird, was durchgängig negative Free Cashflows zur Folge haben sollte. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir demgegenüber nur noch Erhaltungsinvestitionen modelliert, jedoch keine weiteren Erweiterungsinvestitionen. Im Terminal Value schließlich modellieren wir aufgrund des dann unterstellten Anstiegs der Rein-

investitionsquote einen leichten Rückgang der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes stellt.

**ABBILDUNG 2: FREIE CASHFLOWS TO THE FIRM (FCFF)**



Während der Detailplanungsphase der Jahre 2015e bis 2018e haben wir erhebliche Investitionen in den Aufbau weiterer Naturerlebniseinrichtungen modelliert, während der anschließenden Grobplanungsphase dagegen im Wesentlichen nur noch Erhaltungsinvestitionen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 13,50 je Aktie**

Der Enterprise Value der eak liegt in unserem Modell bei EUR 25,9 Mio. Aus diesem werden etwa 79,3% über den Terminal Value abgeleitet, 67,0% bzw. -46,3% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Der negative Wert des Eigenkapitals während der Detailplanungsphase ergibt sich aufgrund der hohen Abflüsse aus dem Aufbau neuer Naturerlebniseinrichtungen und der Gründung von Beteiligungen im Ausland. Abzüglich der Nettoverschuldung von EUR 4,8 Mio. (per Ende 2014) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 21,2 Mio. Bei 1,568 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 13,50 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 13,50 je Aktie

**TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-12,0
in % des Gesamtwertes	%	-46,3%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	17,4
in % des Gesamtwertes	%	67,0%
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	20,6
in % des Gesamtwertes	%	79,3%
<b>Summe der Barwerte (Enterprise Value)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,9</b>
Finanzschulden	EUR Mio.	-5,7
Cash	EUR Mio.	1,0
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>21,2</b>
<b>Anzahl ausstehender Aktien</b>	<b>Mio.</b>	<b>1,568</b>
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR</b>	<b>13,50</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:**

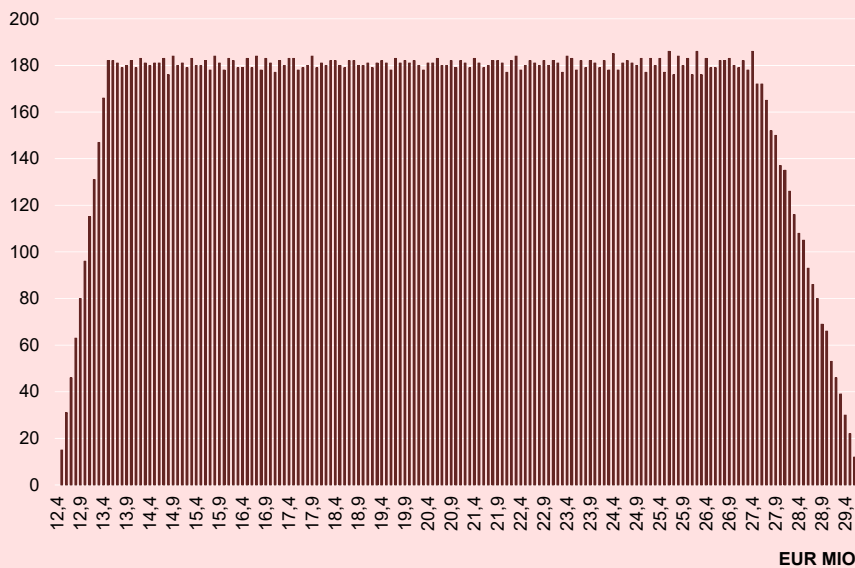
- ⊖ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario verringern wir die Terminal Value-EBIT-Marge von angenommenen 15,0% um 300 Basispunkte auf 12,0% und das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,3% von 0,6%. Damit würden wir unterstellen, dass die Ausweitung des regionalen Footprints nicht wie erwartet gelingt. In diesem Bear-Case-Szenario würde der Wert des Eigenkapitals von eak um EUR -2,90 auf EUR 10,60 je Aktie zurückgehen.
- ⊕ **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben, indem etwa im Ausland noch mehr Beteiligungen aufgebaut werden. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 0,9% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 18,0% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir den Wert des Eigenkapitals um EUR 2,90 auf EUR 16,40 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall einen Wert des Eigenkapitals von EUR 10,60 je Aktie und im optimistischen Fall von EUR 16,40 je Aktie

**Erweiterte Szenarioanalyse**

In der nachfolgenden Abbildung 3 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt mehr als 28.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Es zeigt sich, dass Enterprise Values von unter EUR 13,5 Mio. bzw. über EUR 27,5 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können:

**ABBILDUNG 3: ERWEITERTE SZENARIOANALYSE**



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrunde liegenden konservativen Prämissen. Insbesondere bei den Diskontierungssätzen (hier vor allem das Fundamental-beta von 1,2) könnten sich nach dem Börsengang Werte einstellen, die für die Unternehmensbewertung zu tendenziell günstigeren Ergebnissen führen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Neben einem intrinsischen DCF-Modell (Primärmethode) haben wir die Aktien von eak anhand von Marktmultiplikatoren einer Peergroup aus börsennotierten Betreibern von Fun- und Freizeitparks bewertet (Sekundärmethode). Auf Basis der Consensus-Schätzungen 2017e für die Peergroup sowie unserer eigenen Prognosen für eak ergeben sich bei Verwendung des von uns aufgrund der unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards präferierten EV/Umsatz- bzw. EV/EBITDA-Multiples Werte des Eigenkapitals in Höhe von EUR 13,00 bzw. EUR 15,60 je Aktie. Sollten unsere Prognosen eintreten, können damit die Ergebnisse aus dem langfristig angelegten DCF-Modell bestätigt werden.

### Neben einem DCF-Modell bietet es sich an, eak mit anderen Betreibern von Fun- und Freizeitparks zu vergleichen.

Neben einem DCF-Modell, über das der intrinsische Wert eines Unternehmens bestimmt wird, bietet es sich an, eak anhand einer Peergroup börsennotierter Betreiber von Fun- und Freizeitparks zu bewerten, um daraus eine adäquate Marktbewertung des Unternehmens zu ermitteln. Die Voraussetzungen, in die Peergroup aufgenommen zu werden, ergeben sich folglich primär aus der Industriespezifikation.

### Geschäftsmodelle der Peergroup

Die Marktkapitalisierung der von uns ausgewählten Unternehmen liegt zwischen EUR 294,9 Mio. und EUR 5,2 Mrd. und damit ausnahmslos deutlich über dem aktuellen Unternehmenswert von eak.

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

- Ⓢ **Euro Disney** (FRA) ist ein nach dem Vorbild des Magic Kingdoms aus den amerikanischen Disneyland-Parks entworfener Freizeitpark in der Nähe von Paris.
- Ⓢ Der 1843 eingeweihte **Tivoli** (DEN) ist ein Vergnügungs- und Erholungspark in Kopenhagen, in dem Attraktionen aus den Anfangsjahren wie Holzachterbahnen mit modernen Fahrgeschäften gepaart werden.
- Ⓢ **Compagnie des Alpes** (FRA) ist ein 1989 gegründeter Betreiber von Ski-gebieten und mit rund 10 Mio. Besuchern der zugleich zweitgrößte Freizeitparkbetreiber Europas.
- Ⓢ **Merlin Entertainments** (GBR) ist ein Betreiber von mehr als 100 Freizeiteinrichtungen (u. a. Legoland, Madam Tussauds), Hotels und Feriendörfern in 25 Ländern.
- Ⓢ **Six Flag Entertainment** (USA) betreibt 18 Themen-, Wasser- und Nervenkitzel- bzw. Thrillparks sowie Family Entertainment-Zentren in Mexiko, den USA und in Kanada.
- Ⓢ **SeaWorld Entertainment** (USA) betreibt und unterhält elf Meeres-Themenparks und Ozeanarien in den Vereinigten Staaten, in denen Shows mit Killerwalen, Delphinen und Seelöwen aufgeführt werden.
- Ⓢ **Cedar Fair Entertainment** (USA) mit Sitz in Ohio besitzt und betreibt elf Freizeitparks, drei Outdoor- und einen Indoor-Wasserpark sowie fünf Hotels in Nordamerika.

**TABELLE 4: KURS DATEN DER PEERGROUP**

		<b>Kurs</b>	<b>Anzahl Aktien (Mio.)</b>	<b>Marktkap. (Mio.)</b>	<b>Marktkap. (EUR Mio.)</b>
Euro Disney	EUR	1,14	784,7	894,5	894,5
Tivoli	DKK	3.849,00	0,6	2.198,2	294,9
Compagnie des Alpes	EUR	17,04	24,3	413,6	413,6
Merlin Entertainments	GBP	433,70	10,1	3.810,0	5.163,3
Six Flags Entertainment	USD	52,80	94,8	5.004,4	4.468,2
SeaWorld Entertainment	USD	17,84	100,0	1.860,0	1.660,7
Cedar Fair	USD	53,65	56,1	3.009,8	2.687,3

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

## Fokus auf KGV, EV/Umsatz und EV/EBITDA

Nachfolgende Tabelle 5 zeigt die aus den aktuellen Börsenkursen abgeleiteten Bewertungskennzahlen der Peergroup von eak anhand der Multiples KGV, EV/Umsatz und EV/EBITDA für die Jahre 2016e und 2017e:

**TABELLE 5: PEERGROUP-BEWERTUNG IM ÜBERBLICK**

	KGV (x)		EV/Umsatz (x)		EV/EBITDA (x)	
	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
Euro Disney	n/a	11,4x	3,1x	3,0x	34,2x	32,1x
Tivoli	34,5x	28,7x	2,7x	2,6x	15,1x	15,1x
Compagnie des Alpes	14,5x	14,1x	1,7x	1,7x	6,5x	6,3x
Merlin Entertainments	21,5x	19,7x	4,2x	4,0x	13,3x	13,0x
Six Flags Entertainment	30,2x	27,1x	5,0x	4,7x	13,6x	13,1x
SeaWorld Entertainment	19,2x	17,3x	2,5x	2,4x	8,7x	8,2x
Cedar Fair	15,6x	14,5x	3,6x	3,6x	10,2x	9,8x
<b>Median</b>	<b>20,3x</b>	<b>17,3x</b>	<b>3,1x</b>	<b>3,0x</b>	<b>13,3x</b>	<b>13,0x</b>

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

### Bewertungskennzahlen breit gestreut

Die Bandbreite der Bewertungskennzahlen ist relativ breit gestreut. Aus vorstehender Tabelle 5 wird deutlich, dass die EV/Umsatz-Multiples auf Basis der Consensus-Schätzungen 2017e in der Bandbreite 1,7x und 4,7x liegen, beim EV/EBITDA 2017e liegen die Werte zwischen 6,3x und 15,1x (wenn man den Turnaround-Kandidat Euro Disney außen vor lässt) und beim KGV 2017e zwischen 11,4x und 28,7x.

### Bei einem globalen Peergroup-Vergleich präferieren wir grundsätzlich EV-basierte Multiples gegenüber Equity-basierten Kennzahlen

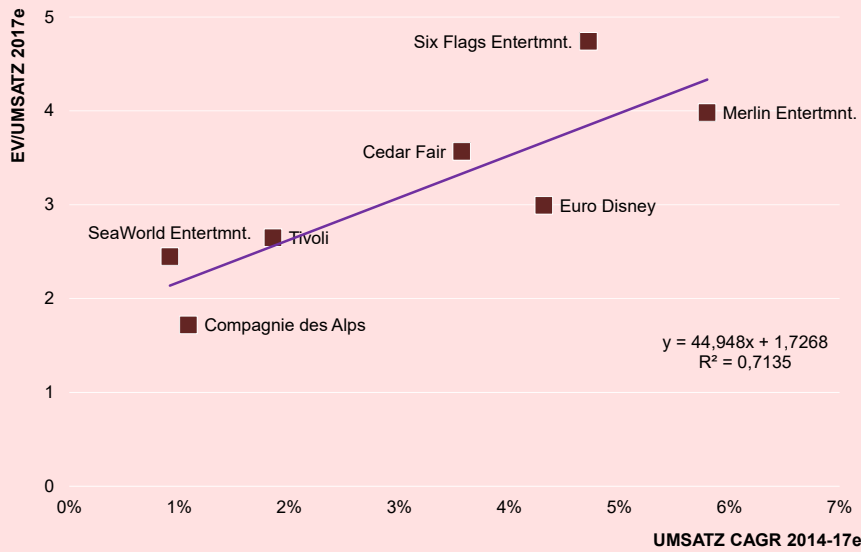
Grundsätzlich sind die Geschäftsmodelle von Fun- und Freizeitpark-Betreibern kapitalintensiv und gekennzeichnet durch hohe operative Profitabilitätskennzahlen insbesondere auf EBITDA-Ebene. Da die unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards insbesondere bei der nach HGB bilanzierenden eak vor allem die tiefer liegenden Ergebnisgrößen beeinflussen, bevorzugen wir in unserer Peergroup Enterprise Value-basierte Kennzahlen gegenüber den Equity-basierten Multiplikatoren wie dem KGV.

Wählen wir zur Ausschaltung von Extremwerten den Median als das relevante Zentralmaß, ergibt sich auf Basis der Consensus-Schätzungen 2017e eine Bewertung von 3,0x (EV/Umsatz) bzw. 13,0x (EV/EBITDA). Die daraus abzuleitenden Eigenkapitalwerte für eak liegen bei EUR 13,00 je Aktie (EV/Umsatz) bzw. EUR 15,60 je Aktie (EV/EBITDA) und somit in unmittelbarer Nähe des durch das DCF-Verfahren ermittelten Wertes von EUR 13,50 je Aktie.

### Verbesserte Aussagekraft durch zweidimensionale Betrachtung

Zur Verbesserung der Aussagekraft des Bewertungsverfahrens kann es sinnvoll sein, wenn wir einen weiteren Bewertungsparameter berücksichtigen, der über die rein bewertungsbasierte Einschätzung von Fun- oder Freizeitpark-Betreiber hinausgeht. Als ein solcher Bewertungsparameter könnte die Umsatzwachstumsrate fungieren, wenn nämlich davon ausgegangen wird, dass langfristig diejenigen Unternehmen die höchste Wertschöpfung aufweisen werden, die die aktuelle Marktphase zu hohem organischen Wachstum nutzen können – und dementsprechend Marktanteile besetzen. Wir setzen daher die erwartete Umsatzwachstumsrate für den Zeitraum 2014-17e („what you pay“) ins Verhältnis zum EV/Umsatz-Multiple 2017e („what you get“) und erhalten nachstehenden Zusammenhang (vgl. Abbildung 4). Mit einem Korrelationskoeffizienten von 0,7135 ist der Zusammenhang zwischen den beiden Parametern statistisch relevant, was als Indiz für die gute Eignung der gewählten Vorgehensweise gewertet werden kann.

**ABBILDUNG 4: PEERGROUP-BEWERTUNG**



Der Zusammenhang zwischen Umsatzwachstum und Bewertung der Aktie ist mit einem Korrelationskoeffizienten von 0,7135 statistisch relevant korreliert.

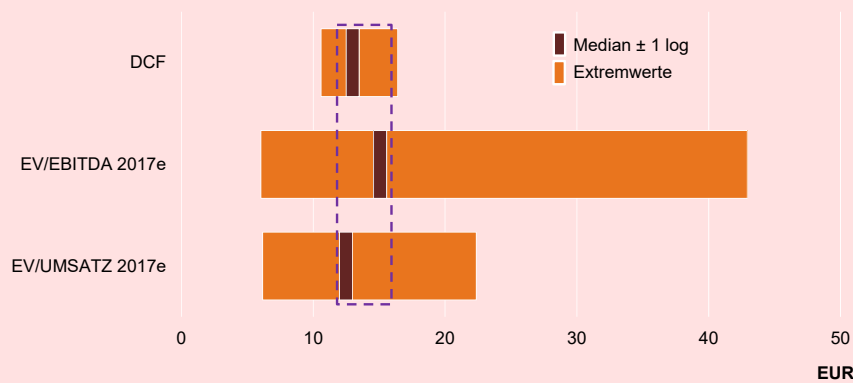
QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

### Zusammenfassung der Ergebnisse

In nachstehender Abbildung 5 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir in der Peergroup-Bewertung die jeweiligen Minimum-, Durchschnitts- und Maximumwerte bzw. im DCF-Verfahren das Bear-, Base- und Bull-Case-Szenario dargestellt haben. Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von eak sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse zeigt eine große Homogenität der Bewertungsmediane

**ABBILDUNG 5: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE**



Bedingt durch das langfristige Wachstumspotenzial des Geschäftsmodells sehen wir im DCF-Modell das relevante Bewertungsmaß.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzplanungen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 13,50 je Aktie wäre eak mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN**

X	Bewertung mit EUR 13,50 je Aktie		
	2016e	2017e	2018e
KGv	55,7x	28,9x	14,5x
EV/Umsatz	3,9x	3,7x	3,0x
EV/EBITDA	15,3x	13,7x	10,6x
KBV	3,0x	2,7x	2,3x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von eak in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über die Eröffnung neuer Standorte, auch durch das Eingehen von Beteiligungen im Ausland; **(2)** Aussagen über eine im Jahresvergleich erneute Ergebnissteigerung. Darüber hinaus sehen wir langfristig Indizien für eine Anpassung der Unternehmensbewertung nach oben, da nach dem Börsengang sowohl beim Diskontierungssatz – insbesondere der beta-Faktor wurde mit 1,2 ausgesprochen konservativ angesetzt – als auch bei den EBIT-Margen im Terminal Value von 15,0% (ohne Einbeziehung der Beteiligungserträge) attraktivere Werte angesetzt werden könnten.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

### Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** Hohe Bedeutung der Standortauswahl mit erheblichen Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage; **(2)** ausgeprägte Saisonalitäten bei hoher Abhängigkeit von den Wetterbedingungen insbesondere in den saisonal wichtigen Sommer- und Herbstmonaten; **(3)** geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aufgrund hoher Capex-Erfordernisse; **(4)** Kannibalisierungsrissen auch durch öffentlich-rechtliche Wettbewerber, etwa auf Gemeindeebene; **(5)** abgesehen von hohen Capex grundsätzlich niedrige Markteintrittsbarrieren in einem limitierten Markt; **(6)** Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen – auch wenn das Umsetzungs-Know-how in der Regel vom jeweiligen Marketingleiter und Projektmanager mitgetragen wird.



## Auf Augenhöhe mit der Natur

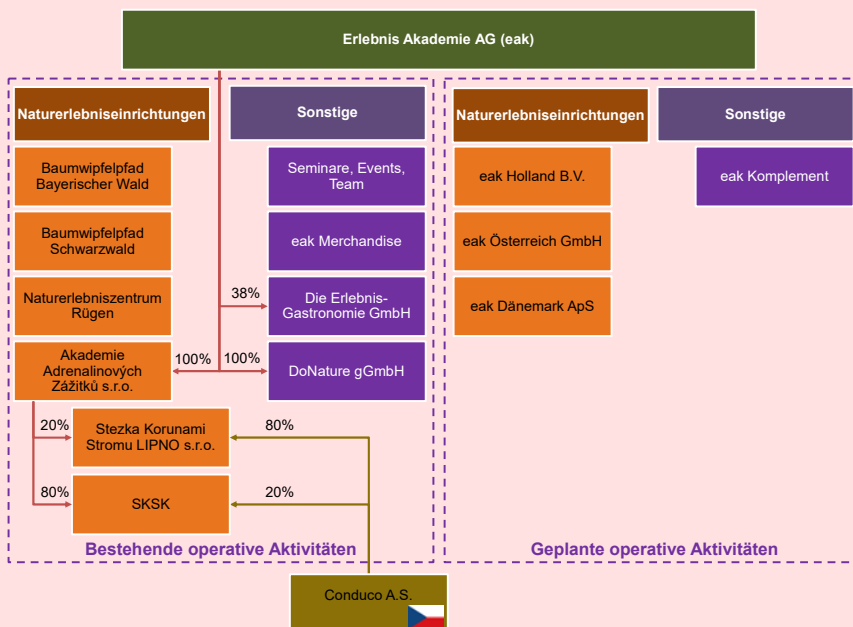
Mit über 1 Mio. Besuchern (2015e) in vier Einrichtungen im Bayerischen Wald, dem Schwarzwald, auf Rügen und im tschechischen Lipno ist die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG der führende Anbieter von Naturerlebniseinrichtungen – insbesondere Baumwipfelpfaden – in Mitteleuropa.

### Führender Anbieter von Naturerlebniseinrichtungen in Mitteleuropa

Die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG konzipiert, errichtet und betreibt an hochfrequentierten Ausflugszielen Naturerlebniseinrichtungen, insbesondere Baumwipfelpfade. Mit über 1 Mio. in diesem Jahr erwarteten Besuchern ist das oberpfälzische Unternehmen der führende Anbieter von Baumwipfelpfaden in Mitteleuropa.

**Geschäftsmodell:** Konzeption, Errichtung und Betrieb von Baumwipfelpfaden an hochfrequentierten Ausflugszielen

ABBILDUNG 6: ORGANIGRAMM



Die meisten Aktivitäten von eak sind in der Muttergesellschaft gebündelt. So werden die Naturerlebniseinrichtungen in Form von Betriebsstätten gehalten und auch die sonstigen Dienstleistungen sind mehrheitlich in die AG eingegliedert. Ausnahmen bilden der Baumwipfelpfad im tschechischen Lipno, der als GmbH geführt wird, und die deutsche Erlebnis Gastronomie GmbH. Die DoNature gGmbH wird als gemeinnützige GmbH geführt. Der Partner Conduco A. S. ist eine tschechische Bauträgergesellschaft mit Sitz in Budweis.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Vier Standorte in Deutschland und Tschechien

eak betreibt derzeit drei Naturerlebniseinrichtungen in Deutschland, ...

- Ⓢ **Baumwipfelpfad Bayerischer Wald (Neuschönau):** Eröffnet am 9. September 2009 im Nationalpark Bayerischer Wald, ist der Baumwipfelpfad mit 1.300 Metern Länge die derzeit größte Einrichtung dieser Art weltweit. Der für Baumwipfelpfade von eak charakteristische Aussichtsturm, hier in E-Form, hat eine Höhe von 44 Metern und einen Durchmesser von bis zu 30 Metern.
- Ⓢ **Naturerbe Zentrum Rügen:** Mit EUR 12,9 Mio. floss das bis dato höchste Investitionsvolumen in den Baumwipfelpfad Rügen auf der gleichnamigen Ostsee-Insel, in dem drei Ökosysteme Wald, Offenland und Feuchtgebiete miteinander verbunden sind. In dieser Summe sind nicht nur die Kosten für den Baumwipfelpfad (EUR 5,1 Mio.) enthalten, sondern auch die Kosten für das Informationszentrum (EUR 5,6 Mio.) und die umfangreiche Außenanlage (EUR 2,2 Mio.), die zusammen mit einem Partner, der Deutschen Bundesstiftung Umwelt, erstellt wurden. Eröffnung war am 15. Juni 2013. Das Highlight des 1.250 Meter langen Baumwipfelpfades ist der 40 Meter hohe Aussichtsturm, der einem Adlerhorst nachempfunden ist.

Das Geschäftsmodell ist nicht auf Deutschland beschränkt. Bereits 2012 wurde in Lipno der erste Baumwipfelpfad Tschechiens eröffnet. Weitere Standorte in Tschechien, aber auch in Frankreich, Spanien oder den Niederlanden werden derzeit geprüft.

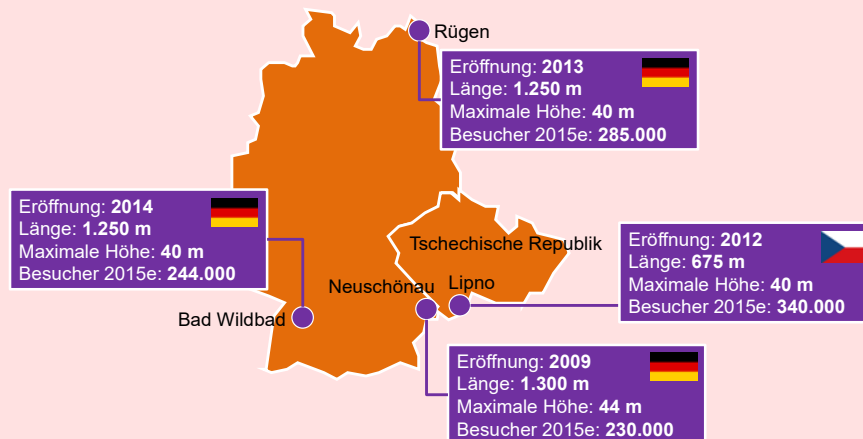
- Der **Baumwipfelpfad Schwarzwald** wurde am 26. September 2014 auf dem in der Stadt Bad Wildbad gelegenen Sommerberg eröffnet. Der Pfad hat eine Länge von 1.250 Metern, seine maximale Höhe beträgt 20 Meter. Den Abstieg vom 40 Meter hohen Aussichtsturm kann sich der Besucher durch die Benutzung einer 55 Meter langen spiralförmigen Tunnelrutsche „verkürzen“.

... eine Naturerlebniseinrichtung in der Tschechischen Republik, ...

- Der **Baumwipfelpfad Lipno** (Böhmerwald) befindet sich auf dem Gipfel des Berges Kramolin im Länderdreieck Deutschland, Österreich und Tschechien. Eröffnet am 20. Juli 2012 reicht der 675 Meter lange Holzpfad bis auf eine Höhe von 24 Meter, ehe er in einem 40 Meter hohen Aussichtsturm mit Rutsche mündet. An diesem Baumwipfelpfad hält eak derzeit eine Beteiligung von 20,0%.

... und zwei Hochseilgärten in Deutschland, die allerdings aufgrund des ungünstigen Wettbewerbsumfelds und der hohen Personalintensität zum Verkauf bzw. zur Verpachtung stehen und nicht länger zu den Kernaktivitäten der Gesellschaft gezählt werden.

## ABBILDUNG 7: EAK BAUMWIPFELPFAD



Die vier Naturerlebniszentren wurden zwischen 2009 und 2014 eröffnet. Im laufenden Jahr rechnen wir mit mehr als 1 Mio. Besuchern.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Drei Kategorien von Naturerlebniseinrichtungen

eak unterscheidet in ihrem Geschäftsmodell drei Kategorien von Naturerlebniseinrichtungen:

- Naturerlebniseinrichtungen „solitär“**, die aus nur einem Naturerlebnis, etwa einem Baumwipfelpfad, bestehen; ein Beispiel hierfür ist der erste, von eak im Jahr 2009 erstellte Baumwipfelpfad in Neuschönau im Bayerischen Wald;
- Naturerlebniseinrichtungen „plus“**, in denen mehrere Angebote zusammengefügt werden; Beispiel hierfür ist das Naturerbe Zentrum Rügen, das aus einem Baumwipfelpfad, einem Umweltinformationszentrum (mit zwei Ausstellungen und einem Naturlabor), einer gastronomischen Einrichtung und einem Merchandising-Shop besteht;
- Naturerlebnisparks**, eine Kombination aus natürlicher Umwelt und künstlich geschaffenen Indoor- und Outdoor-Naturerlebnisswelten, die für Besucher ganzjährig und wetterunabhängig attraktiv sind. Naturerlebnisswelten umfassen natürliche und künstliche Elemente wie zum Beispiel Biome, Wasser-, alpine und unterirdische Welten, Wildtiere und Volieren, Wild- und Nutzpflanzen, Labyrinth – und eben auch Baumwipfelpfade. Vorbild für das eak-Management ist das britische Eden Project, das seit seiner Gründung im Jahr 2001 mehr als 16 Mio. Besucher angezogen hat.

„Über 60% der deutschen Urlauber, die in ihrem Heimatland Urlaub machen, geben als Motiv für ihre Reise „Natur erleben“ an.“

„40% der deutschen Urlauber wünschen sich ökologisch und sozial verträgliche, sprich nachhaltige touristische Angebote“  
Quelle: Bundesamt für Naturschutz

## Ergänzung um profitable Zusatzdienstleistungen

Bewusst grenzt sich eak von meist schnelllebigen Fun- und Freizeitparks à la Disneyland oder dem Europapark Rust ab. Im Gegensatz zu diesen steht bei eak stets das Naturerlebnis im Vordergrund, das durch ...

- ⑤ **Edutainment- bzw. Edukation-Elemente** wie Standard- oder Sonderführungen zu besonderen Themen (z. B. Fledermausführung, Sternenwanderung, Besichtigung nachtaktiver Tiere), die insbesondere Firmen, Schulen und Vereinen angeboten werden;
- ⑤ **gastronomische Angebote**, die nicht nur den Besuchern der Naturerlebniseinrichtung offenstehen, sondern auch Radfahrern, Wanderern, Skifahrern und sonstigen Besuchern der Region. Das kulinarische Angebot der Restaurants ist auf die generelle Thematik der jeweiligen Naturerlebniseinrichtung abgestimmt. Im Angebot stehen vornehmlich regionale und saisonale Gerichte in Bio Qualität. Nach Angaben des Unternehmens soll die Wertschöpfungskette auch in Zukunft durch gastronomische Zusatzangebote verlängert werden. Zusätzlich werden Einnahmen aus dem Catering für Veranstaltungen, Seminare und sonstige Events generiert.
- ⑤ naturorientierte **Seminar-, Event- und Teamtrainings** (von eak kurz S. E. T. genannt). Das Programm der Gesellschaft erstreckt sich dabei von kurzen Events über umfangreichere und komplexere Teamtrainings bis hin zu mehrtägigen Seminaren. Kunden können entweder einzelne Bausteine oder die gesamte Veranstaltung (inkl. Organisation von Hotel, Verpflegung, etc.) bei der eak buchen. Die Veranstaltungen sind häufig, aber nicht zwangsläufig, thematisch und räumlich mit den Naturerlebniseinrichtungen der Gesellschaft verbunden. Referenzkunden sind hier namhafte Unternehmen wie BMW, Siemens, Salamander oder DKB Deutsche Handball Bundesliga.
- ⑤ **kulturelle Angebote** wie Konzerte

... ergänzt wird. Langfristig sollen auch Übernachtungsangebote in die Dienstleistungspalette mit aufgenommen werden.

Je nach Standortgegebenheiten werden darüber hinaus weitere Dienstleistungen angeboten, wobei eak bislang meist auf Kooperationspartner wie Stiftungen, Nationalparks, Tiergärten oder nachhaltig ausgerichtete Hotelbetreiber zurückgreift. Beispiele für diese Zusatzdienstleistungen sind

- ⑤ **Merchandising:** Verkauf gebrandeter und nicht-gebrandeter, in jedem Fall jedoch naturorientierter und nachhaltiger Produkte mit Erinnerungswert, insbesondere Souvenirs, Utilities, regionale Lebensmittel, Bildungsmedien und Lifestyle-Artikel, sofern sie dazu beitragen, die Verbindung mit den Besuchern zu vertiefen.
- ⑤ **Komplementoren-Marketing:** Grundsätzlich stellen die Besucher von Naturerlebniseinrichtungen eine ausgesprochen spitze Zielgruppe im Outdoor-Bereich dar, deren Ansprache insbesondere für Komplementoren, also Unternehmen mit ergänzenden Produkten oder Dienstleistungen interessant ist. Beispiele für Komplementoren können Outdoor-Bekleidungsunternehmen wie Fjällräven oder IT-Unternehmen wie Garmin sein. Zukünftig wird eak diesen Komplementoren spezielle Werbe-Bundles anbieten, mit denen diese ihre Zielgruppe gezielt und mit geringen Streuverlusten adressieren können.
- ⑤ **Erlebnisorientierte Elemente** wie Sinneswege, bei denen buchstäblich alle fünf Sinne angesprochen werden, oder bewegungsorientierte Angebote, z. B. Bewegungsparcours oder Spielplätze.

Über ihre gemeinnützige Tochtergesellschaft DoNature gGmbH wird eak zukünftig darüber hinaus Dienstleistungen auf gemeinnütziger und bildungsorientierter Basis anbieten, etwa Führungen oder schulische Programme, die das langfristige Ziel einer nachhaltigen positiven Außenwahrnehmung fördern.

Ein wesentliches Prinzip des Unternehmens ist die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells. Ihr werden sowohl die Konzeption der Einrichtung und ihr Bau, als auch der Betrieb untergeordnet. Schon der Bau der Betriebsstätten erfolgt nach ökologischen Grundsätzen und unter (überwiegender) Verwendung von nachwachsenden Rohstoffen bzw. nachhaltigen Materialien.

Die vielfach prämierten Anlagen selbst fügen sich harmonisch in den regionalen Mikrokosmos ein. Auch Betriebsführung, Gastronomie und Merchandising folgen nachhaltigen und umweltfreundlichen Grundsätzen.

Ein Baumwipfelpfad ist ein auf Plattformen und Stegen in der Höhe angelegter Lehrpfad, der die Besucher vom Boden bis in den Kronenbereich eines Waldes führt. Dabei werden die Besucher durch klassische Lehrpfadenelemente und erlebnisorientierte Stationen unterhalten und mit den grundlegenden ökologischen Zusammenhängen des Waldes bzw. des Baumes vertraut gemacht. Höhepunkt und Abschluss eines Pfades bildet häufig ein Aussichtsturm, von dem aus die Besucher einen 360°-Panoramablick auf die Umgebung genießen können. Durch die prinzipielle Barrierefreiheit der von eak konzipierten Baumwipfelpfade werden Menschen aller Altersgruppen und gesellschaftlichen Schichten, insbesondere auch ältere Menschen, Familien mit Kleinkindern und Kinderwagen sowie Personen mit körperlichem Handicap angesprochen.

### Was ist eigentlich ein Baumwipfelpfad?

Ein Baumwipfelpfad, auch Baumkronenpfad, Waldwipfelweg, TreeTopWalk oder Skywalk genannt, besteht aus höhergelegten Stegen und Plattformen, die sich auf Stützen und Stelzen durch einen Wald schlängeln. Dem Besucher erschließt sich damit das Gelände vom Waldboden über den Stammbereich bis zur Baumkrone; erste Überlegungen gehen inzwischen soweit, auch den Wurzelbereich unter der Erde für die Besucher erlebbar zu machen und sogenannte „Erdhöhlen“ zu errichten. Mit Anstiegen von 2% bis 6% sind die meisten Baumwipfelpfade ein generationenübergreifendes Erlebnis, das nicht nur für Kinder geeignet ist, sondern auch für Rollstuhlfahrer, Familien mit Kinderwagen und ältere Besucher etwa mit Rollator. Darin unterscheidet sich der Baumwipfelpfad vom Höhenlehrpfad oder Hochseilgarten, der nur mit entsprechenden Sicherungen (in der Regel Klettersteigsets) begangen werden kann.

Durch die Kombination von klassischen Lehrpfadenelementen wie Schautafeln oder Tastelementen, die an ausgewählten Lehrstationen aufgestellt werden, und erlebnisorientierten Abschnitten wird das Ökosystem des Waldes, vor allem im Bereich der Baumkronen vermittelt.

### Pädagogischer Ansatz im Einklang mit ökonomischen Grundsätzen

Grundsätzlich folgt das Geschäftsmodell von eak einem bewahrenden und pädagogischen Ansatz. Den Besuchern werden Informationen zu Natur und Umwelt auf allen Sinnesebenen vermittelt. Ungeachtet dessen verfolgen die Gründer und Geschäftsführer von eak auch ökonomische Interessen, nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass ohne die Erzielung einer ausreichenden Profitabilität die Erreichung des ökologischen Zieles nicht darstellbar ist.

Baumwipfelpfade ermöglichen neue Ein- und Ausblicke in die Flora und Fauna des Ökosystems Wald, von der Wurzel bis zur Baumkrone.

## ABBILDUNG 8: IMPRESSIONEN EINES BAUMWIPFELPFADS



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

### Fokus auf natürliche Materialien, ...

Ihren besonderen Reiz erhalten die Baumwipfelpfade durch ihre Konstruktion: Im Gegensatz zu den meisten Mitwettbewerbern, deren Baumwipfelpfade mehrheitlich aus Metallkonstruktionen bestehen, werden sie bei eak mit Ausnahme der Fundamente und weniger Verbindungsteile ausschließlich aus Holz gefertigt – und das, obwohl sich der Besucher meist in mehr als 20 Metern Höhe befindet.

**ABBILDUNG 9: KONSTRUKTION DER STÜTZTRÄGER**



QUELLE: ARCHITEKT JOSEF STÖGER, SPHENE CAPITAL

eak verfolgt eine klare „Best Practice“-Philosophie in Bezug auf nachhaltige, regionale, biologische und umweltfreundliche Betriebsführung, die nicht nur den Bau und den Betrieb der Einrichtung umfasst, sondern auch die nachgelagerten Bereiche Merchandising, Gastronomie und ggfs. Hotellerie.

Der Pfad selbst besteht aus etwa 8 cm dicken Holzbohlen, die auf Brettstüben geschraubt werden. Obwohl die Holzstützen aus massiven Baumstämmen bestehen, die auf Punktfundamenten in Form von Dreieckspyramiden montiert werden und auf deren oberen Enden der eigentliche Pfad aufgelegt wird, wirken sie auf den Betrachter beinahe filigran. Dieser Eindruck wird durch zusätzlich eingefügte Baumstämme erzeugt, durch die als Kopfbänder bis zu 30 Meter lange Stützweiten überbrückt werden können. Damit wird die Anzahl der Fundamente vergleichsweise gering gehalten und der Pfad macht für den außenstehenden Betrachter einen „schwebenden Eindruck“.

eak ist derzeit der einzige Anbieter, der Baumwipfelpfade in Holzbauweise anbietet. Dieses Nachhaltigkeitskonzept wird von den Besuchern in Umfragen besonders wertgeschätzt.

Die natürlichen Materialien des Pfades, insbesondere die massiven Leimholzträger, aber auch die transparenten Geländer-Netze aus dünnen Stahlseilen lassen den Besucher mit dem Wald „verschmelzen“. Stählerne Elemente werden nur aus Gründen der Statik und der Haltbarkeit eingesetzt, im Verhältnis zur Gesamtkonstruktion sind sie aber nur in geringer Menge vorhanden.

### ... eine schonende Erstellung ...

Bereits bei den Baumaßnahmen wird auf eine besonders schonende Ausführung geachtet: Um eine Verdichtung des Bodens zu vermeiden, werden Baukräne zur besseren Gewichtsverteilung soweit möglich auf Planken durch den Wald geführt. Auch bei der Wegführung wird darauf geachtet, den Baumbestand so wenig wie möglich anzugreifen. Da Baumwipfelpfade stets den topographischen Gegebenheiten folgen, ist jeder von ihnen ein Unikat.

### ... und eine barrierefreie Nutzung

Sämtliche Baumwipfelpfade von eak sind barrierefrei: Das Streckenprofil weist eine maximale Steigung von 6% auf. Auch ältere Personen oder Menschen mit körperlicher Behinderung können den Baumwipfelpfad problemlos begehen. Über die gesamte Länge gibt es in regelmäßigen Abständen kleine Balkone oder Verbreiterungen mit didaktischen Stationen, die den Besuchern Informationen zur Flora und Fauna geben. Auf kurzen Abzweigungen können die Besucher verschiedene Geschicklichkeitsübungen (z. B. Wackelbretter) durchlaufen.

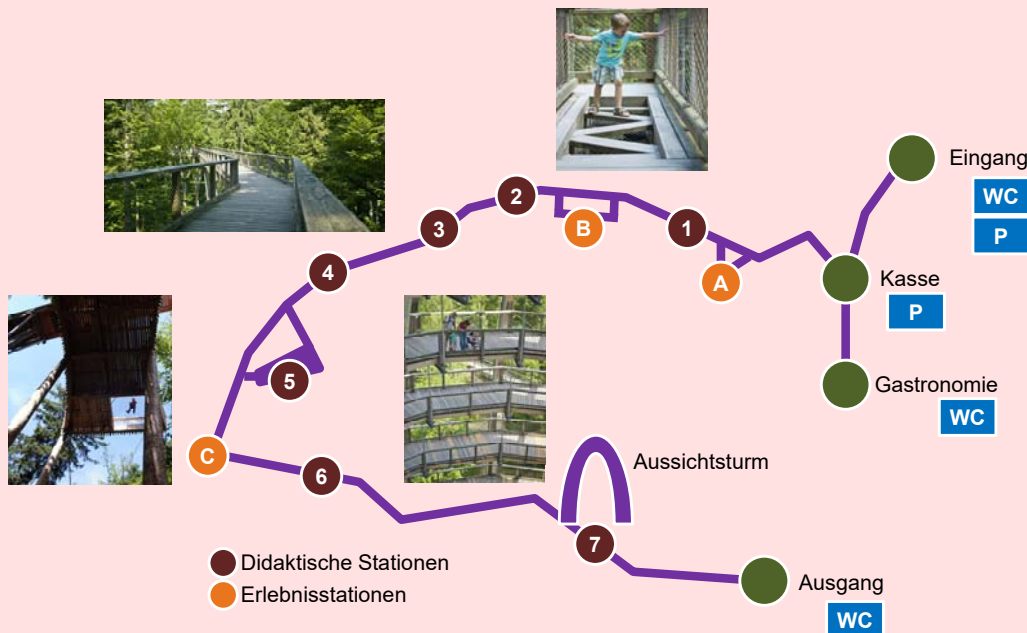
### Begehung eines Baumwipfelpfades

Beispielhaft soll im Folgenden der Baumwipfelpfad Neuschönau begangen werden. Der Eingang zu dem mit rund 1.300 Metern derzeit längsten Baumwipfelpfad der Welt befindet sich in der Nähe des Tierfreigeländes im Nationalpark Bayerischer Wald. Über eine Brücke wird zunächst die Nationalparkbasisstraße überquert, ehe der kostenpflichtige Teil des Pfades beginnt. Dieser führt durch einen unberührten Mischwald.

Die Steigung des Pfades liegt zwischen 2% und 6%, die Breite der Lauffläche zwischen 1,5 und 2,0 Metern; damit ist der Baumwipfelpfad Neuschönau auch von älteren Wanderern gut begehbar. Insgesamt finden sich sieben didaktische (vgl. Abbildung 10 Punkte 1-7) und drei „Hands-On“-Erlebnisstationen (vgl. Ab-

bildung 10 Punkte A-C), die gleichmäßig über den Pfad verteilt sind. Auf diesen Abzweigungen oder Balkonen können die Besucher zum Beispiel über dem Abgrund balancieren, sich in luftiger Höhe auf eine Gitterliege legen oder – wie im Naturerbe Zentrum Rügen – mit Hilfe einer Wasserpumpe durch eigenes „Kurbeln“ nachempfinden, wie viel Kraft ein Baum aufbringen muss, um Wasser über die Wurzeln bis in die Baumwipfel zu transportieren. In diesem Jahr wurde der Baumwipfelpfad in Neuschönau um die sogenannte Waldinsel erweitert; dabei handelt es sich um eine 270 m<sup>2</sup> große Plattform, die zum Ausruhen, Lernen und Erleben einlädt.

**ABBILDUNG 10: BEISPIELHAFTER PFADVERLAUF (NEUSCHÖNAU)**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Aussichtsplattform mit 360°-Panoramablick

Den Höhepunkt des Pfadverlaufs, der nach etwa zwei Dritteln der Strecke erreicht wird und gleichzeitig dessen Abschluss ist, bildet der 44 Meter hohe Aussichtsturm, von Besuchern oft liebevoll „Baum-Ei“ genannt. Dieser hat am Fuß einen Durchmesser von 30, an der Spitze von zehn Metern. Die Wendelkonstruktion im Inneren ist ebenfalls mit maximal 6% geneigt und umrundet spiralförmig zwei Tannen und eine Buche. Auch im Baumturm werden die einzelnen Lebensräume exemplarisch an den umrundeten Bäumen aufgezeigt und auf Informationstafeln Flora und Fauna vom Stamm bis zur Baumkrone illustriert.

Wenige Meter hinter dem Baum-Ei befindet sich der Ausgang des Pfades, von dem aus der Besucher nach wenigen Metern sein Fahrzeug oder den Zubringerbus erreicht.

### „Rutschiger Ausstieg“ als besonderer (Adrenalin-) Kick

Die einzige Ausnahme, sich von Fun-Parks abzugrenzen und allein das Naturerlebnis in den Fokus zu rücken, macht eak – neben den genannten Erlebnis-Abzweigungen – bei der sogenannten Röhrenrutschbahn, die den Besuchern im Einzelfall als alternativer Abstiegsweg vom Turm angeboten wird. Umgesetzt wurden diese bislang auf der tschechischen Anlage in Lipno und in Bad Wildbad im Schwarzwald.

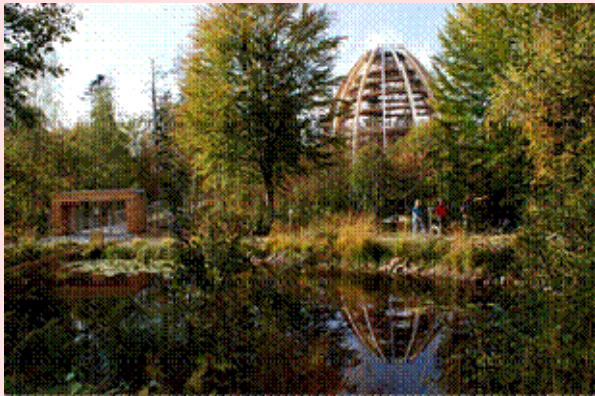
### Ganzjährig begehbar – zum Teil auch nachts

Durch die Einbettung in die Landschaft sind alle Baumwipfelpfade von eak ganzjährig geöffnet – auch bei Regen und leichtem Schneefall. Nur bei Gewittern, Hagel oder schwerem Schneefall werden die Pfade geschlossen. An bestimmten Tagen können die Besucher den Baumwipfelpfad auch nachts begehen.

Alle Baumwipfelpfade von eak enden in einem Aussichts- oder Baumturm und, ...

... sofern es möglich ist, einer Rutsche.

ABBILDUNG 11: AUSSICHTSPLATTFORM NEUSCHÖNAU (LS) UND BAD WILDBAD (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Die Zielgruppenanalyse lässt sich auf einen einfachen Nenner bringen: Von Naturerlebniseinrichtungen, wie sie eak betreibt, wird grundsätzlich keine Personengruppe ausgeschlossen, auch nicht ältere Personen oder Menschen mit Handicap – und das zwölf Monate im Jahr. Abgesehen von einem überdurchschnittlichen Durchschnittseinkommen bilden die Besucher von Baumwipfelpfaden daher einen repräsentativen Querschnitt der Bevölkerung ab.

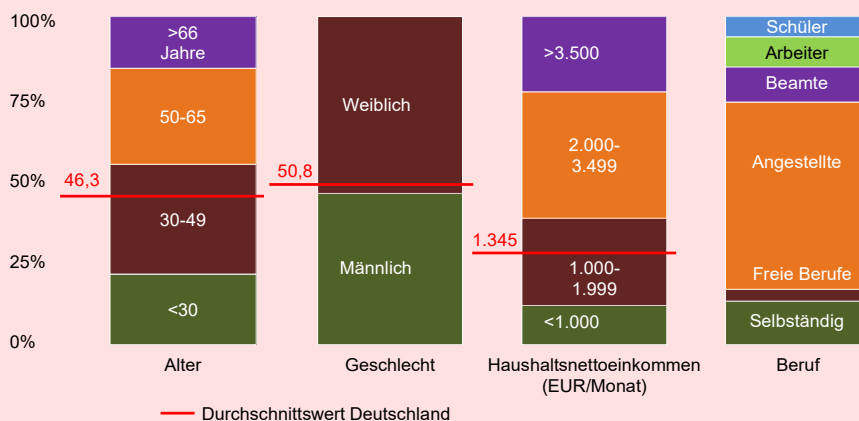
### Ansprache der breitest möglichen Zielgruppe

Bezüglich einer Einschätzung des Marktpotenzials ragen zwei Umfragedaten (Quelle: eak) heraus:

- ⑤ 43% der Befragten gaben an, schon auf einem Baumwipfelpfad gewesen zu sein
- ⑤ 89% der Befragten gaben an, dass sie einen bestimmten Baumwipfelpfad von eak ein weiteres Mal besuchen werden.

Dabei ergibt sich eine sehr große Zielgruppe mit einem breit gefächerten Spektrum von Unterzielgruppen, zumal durch die prinzipielle Barrierefreiheit der eak-Baumwipfelpfade auch ältere Menschen, Familien mit Kleinkindern und Kinderwagen und Personen mit Handicap angesprochen werden. Ungeachtet dessen ist es von Vorteil, wenn die Standortanalyse einen hohen Anteil an Aktivurlaubern (insbesondere von Wanderern und Radfahrern) ergibt.

ABBILDUNG 12: BESUCHERSTRUKTUR VON BAUMWIPFELPFADEN



Abgesehen vom Haushaltseinkommen, das deutlich über dem durchschnittlichen Haushaltsnettoeinkommen der deutschen Bevölkerung liegt, bildet die Besucherstruktur von Baumwipfelpfaden die deutsche Bevölkerungsstruktur gut ab.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Kernzielgruppen der Baumwipfelpfade sind dementsprechend

- ⑤ **Mehrtagesurlauber** in der jeweiligen Urlaubsdestination und
- ⑤ **Einkaufspendler und Tagesausflügler** im Umkreis von bis zu 200 km

aus dem In- und Ausland, verteilt auf die Unterzielgruppen

- ⑤ Familien, Paare, sogenannte DINKs (Double Income, No Kids, also kinderlose Doppelverdiener) und Best Ager (Personen mit einem Lebensalter von über 50 Jahren), Rentner und Individualbesucher,
- ⑤ Busreisende (Mehrtages- und Tagesreisen) sowie
- ⑤ Schulklassen, Jugendgruppen und Vereine (Ausflugsgruppen).

**Mittelfristiges Ziel des eak-Managements ist die Errichtung eines Naturerlebnisparks nach dem Vorbild des Eden Project im südenglischen Cornwall, des größten seiner Art weltweit. Die 2001 nach über sechs Jahren Bauzeit eröffnete, vollständig energieautarke Anlage ist weit mehr als ein Naturerlebnispark, sondern beherbergt unter anderem Kunstausstellungen, ist Schauplatz von Musikfestivals – den „Eden Sessions“ – und bietet den Gästen On-Site-Übernachtungen.**

### **Mittelfristiges Ziel: Bau und Betrieb eines Naturerlebnisparks**

In den kommenden Jahren plant eak auch die Eröffnung eines Naturerlebnisparks. In diesen werden meist künstlich geschaffene Naturerlebnisswelten in das natürliche Gelände eingebunden, so dass die daraus entstehenden Outdoor- und Indoor-Welten den Besuchern ganzjährig offenstehen. Thematisch reichen die einzelnen Naturerlebnisswelten von unterirdischen Welten über Wasserwelten bis hin zu alpinen Welten, in denen Wild- und Haustiere angesiedelt sowie Wild- und Nutzpflanzen angebaut werden. Daneben werden Zusatzdienstleistungen wie Führungen, Events und Seminare sowie kulturelle Veranstaltungen angeboten.

Angesprochen werden mit Naturerlebnisparks nicht mehr nur Kurzausflugs- oder Urlaubsreisende, sondern zunehmend auch Mehrtagesausflugsreisende, die längere Zeit vor Ort verbringen.

Auch den mittelfristig geplanten Naturerlebnispark wird eak nicht ohne Kooperationen mit Stiftungen, Tiergärten, Hotelbetreiber oder Unternehmen der Umwelttechnik umsetzen.

### **Vorbild Eden Projekt - der größte Regenwald außerhalb Südamerikas**

Hauptattraktion des 50 Hektar großen Eden Projects sind zwei Gewächshäuser, die aus jeweils vier miteinander verschnittenen geodätischen Kuppeln in der Bauweise von Sir Richard Buckminster Fuller bestehen und verschiedene Vegetationszonen simulieren:

- ⑤ Das größere der beiden Gewächshäuser, das **Regenwald-Biom**, ist mit Maßen von 200 x 100 x 55 Metern der größte Indoor-Dschungel der Welt; bei tropischen Temperaturen und Luftfeuchtigkeit werden hier tropische Pflanzen wie Bananenstauden, Kaffee-, Kautschuk- oder Bambuspflanzen gezüchtet;
- ⑤ Im kleineren **Mittelmeer-Biom** (135 x 65 x 35 Meter) werden bei subtropisch-trockenem, mediterranem Klima Zitrusfrüchte, Oliven und Weinreben angebaut.

Die Außen-Biome, die nicht abgedeckt sind, stellen die gemäßigten Regionen der Welt mit vorwiegend Nutzpflanzen wie Tee, Lavendel, Hopfen, Hanf und Sonnenblumen nach. Laut eigenen Angaben beherbergen das Freigelände und die Gewächshäuser über 1 Mio. Pflanzen aus ca. 5.000 Arten. Besonderes Gewicht erhalten dabei vom Aussterben bedrohte seltene und alte Sorten.

Die Investitionskosten von Eden Project beliefen sich auf ca. GBP 140 Mio. Hauptfinanzier des Projekts ist die Millennium Commission, eine Lotterie, die GBP 56 Mio. beigetragen hat; den Rest teilen sich unter anderem der Regional Development Fund und die EU, private Stiftungen, sonstige Beihilfen und Fremdfinanzierer.



ABBILDUNG 13: EDEN PROJECT

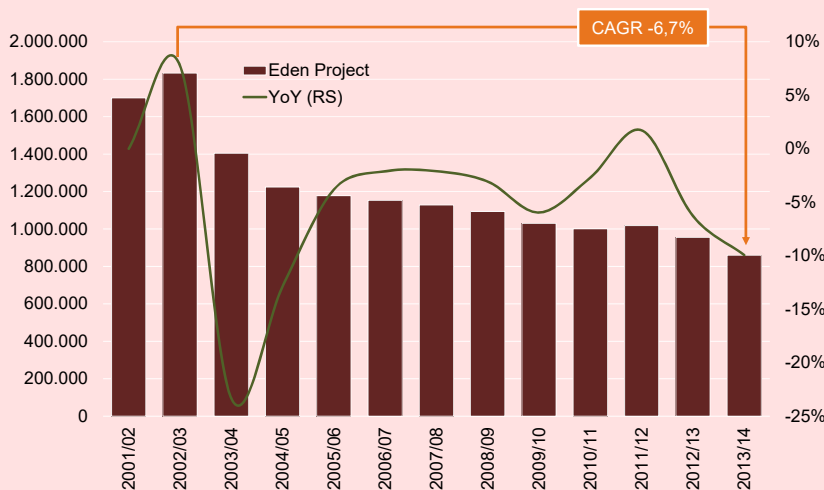


QUELLE: EDEN PROJECT, SPHENE CAPITAL

**Architektonisch bemerkenswerte Konstruktionen**

Die Biome bestehen aus Stahlrohren und fünf- bzw. sechseckigen Außenverkleidungsplatten aus dem thermoplastischen Kunststoff ETFE – hierzulande von der Membrankonstruktion der Münchener Allianz Arena bekannt. Die doppelwandigen Folienkissen weisen ein geringes Eigengewicht sowie eine hohe Licht- und Ultraviolett-Durchlässigkeit auf. Obwohl die Raumfachwerkstrukturen eine Fläche von insgesamt 23.000 m<sup>2</sup> überdecken und eine Höhe von bis zu 50 Metern bei einem Durchmesser von bis zu 125 Metern aufweisen, sind die im Eden Project verbauten Strukturen völlig selbsttragend und kommen ohne innere Stützen aus.

ABBILDUNG 14: BESUCHERZAHLEN EDEN PROJECT



Seit 2002, dem ersten Jahr der ganzjährigen Betriebsführung, sind die Besucherzahlen um durchschnittlich 6,7% pro Jahr auf 860.000 von 1.832.000 zurückgegangen. Die Gesamteinnahmen des vergangenen Geschäftsjahres beliefen sich auf GBP 23,3 Mio.

QUELLE: EDEN PROJECT, SPHENE CAPITAL

**Erfolgsanalyse von Eden Project**

Insgesamt haben seit der Eröffnung im Jahre 2001 mehr als 16 Mio. Menschen Eden Project besucht. Der Spitzenwert von über 1,8 Mio. Besuchern wurde im Jahr 2002 erzielt, dem ersten vollständigen Jahr der Betriebsführung. Wie bei derartigen Projekten zu erwarten, sind seither die Besucherzahlen zurückgegangen. Per Saldo liegt der Rückgang bei -6,7% pro Jahr. Dennoch haben im vergangenen Jahr rund 860.000 (-9,9% YoY) Personen Eden Project besucht.

Der Umsatz, der sich bei Eden Project aus Eintrittsgeldern, Merchandisingerlösen und Spendenaktivitäten zusammensetzt, verringerte sich dementsprechend im vergangenen Jahr auf GBP 23,3 Mio. von GBP 27,9 Mio. (-16,7% YoY) im Vorjahr.

**Für eak spielt die Standortauswahl eine erhebliche, ja existenzielle Bedeutung, da die Wirtschaftlichkeit der Einrichtungen eine hohe touristische Attraktivität voraussetzt. In den vergangenen Jahren hat eak daher ein datenbankgestütztes Ablaufschema zur detaillierten Standortanalyse aufgebaut, das die verschiedenen relevanten Aspekte für den Betrieb einer Naturerlebniseinrichtung berücksichtigt und in der Branche unseres Erachtens ein klares Alleinstellungsmerkmal darstellt.**

## Standortanalyse oberste Priorität

Betriebswirtschaftliches und touristisches Know-how allein reichen nicht aus, um eine Naturerlebniseinrichtung erfolgreich zu führen. Häufig befinden sich die Einrichtungen in abgelegenen und dünn besiedelten, aber touristisch gut erschlossenen Gebieten. Eine alternative Nutzung der Naturerlebniseinrichtung – etwa im Fall mangelnden Besucherinteresses – scheint deshalb unmöglich. Bei Capex zwischen EUR 3 und 6 Mio. pro Naturerlebniszentrum erhält die Standortanalyse damit eine oberste Priorität.

## Umfangreiche Datenerhebung und -auswertung

Nach Aussagen des Managements gibt es verschiedene, statistisch validierbare Merkmale, die die Besucherfrequenz und damit die Attraktivität eines Standorts beeinflussen.

- ⑤ Zunächst werden für bestehende Standorte **Wetterdaten** erfasst und qualitativ ausgewertet, wodurch Besucherzahlenunterschiede auch retrospektiv erklärt werden können. Zu den erhobenen Daten zählen Sonnenscheindauer, Niederschlagsmenge und –zeit sowie Temperatur, die im Gesamtdurchschnitt – insbesondere auch für die Kernmonate Juli bis Oktober – ausgewertet werden. Generell negativ auf das Besucheraufkommen wirken sich Dauerregen, sehr große Hitze, sehr große Kälte oder starke Winde aus. Ideal für den Betrieb einer Naturerlebniseinrichtung sind stets gemäßigte Wetterlagen.
- ⑤ In einem zweiten Schritt wird eine aufwändige **Zielgruppenanalyse** durchgeführt. Dabei erfolgt eine Messung, Auswertung und Schätzung der soziodemographischen Daten im Einzugsgebiet (<200 km), der Bettenzahl und -auslastung im Umkreis der Naturerlebniseinrichtung, der Anzahl der Übernachtungen, der Anzahl der Urlauber und ihrer durchschnittlichen Aufenthaltsdauer sowie der Anzahl der Tagesausflügler.
- ⑤ Im dritten Schritt werden die vorhandenen **touristischen Attraktionen** analysiert, sofern diese keine Konkurrenz, sondern eine Ergänzung zu einer Naturerlebniseinrichtung darstellen. Zu diesen zählen damit nicht nur vergleichbare naturnahe Freizeitangebote, sondern auch Outlet-Center und Fabrikverkaufs-Shops. Eine besondere Rolle kann dabei auch der Frequenzierung außerhalb der klassischen Saisonzeiten zukommen, wenn etwa zur Adventszeit in der Nähe ein überregional bekannter Weihnachtsmarkt stattfindet.
- ⑤ Nach der eigentlichen Datenerhebung erfolgt die Analyse von **standortbezogenen und ferienzeitbezogenen Kombinationen** von Merkmalsausprägungen, die eine Aussage über die potenziellen Besucherzahlen zulassen.
- ⑤ Bei einer Investitionshöhe von bis zu EUR 6 Mio. ist auch die **Finanzierung** eines Standorts von erheblicher Bedeutung. So ist zum Beispiel zu prüfen, ob der Standort Teil eines Fördergebiets ist, wie hoch gegebenenfalls die Förderbeträge sind oder inwieweit es Auflagen für eine Förderung gibt. Auch die Frage nach potenziellen Co-Investoren ist vorab zu klären.

Weitere Faktoren, die vom eak-Management bei der Evaluierung neuer Standorte eingesetzt werden, können aus nachstehender Abbildung entnommen werden:

Die Standortanalyse setzt sich aus sieben Schritten zusammen:

- (1) Durch eine strukturierte Suche seitens des Vorstands, von Projektmanagern, Agenten oder Netzwerkpartnern wird eak auf einen Standort aufmerksam gemacht. (2) Dieser wird anhand eines detaillierten Scoring-Modells bewertet. Fällt dieses positiv aus, wird vom Vorstand (3) eine Projektskizze erstellt, die dem Aufsichtsrat zur Beschlussvorlage (4) weitergereicht wird. Anschließend erfolgen (5) tiefergehende Analysen, die bei positivem Ausgang in einen Businessplan (6) münden. Gemeinsam mit dem Aufsichtsrat beschließt der Vorstand anschließend gegebenenfalls dessen Umsetzung (7).

**ABBILDUNG 15: KRITERIEN DER STANDORTANALYSE (AUSWAHL)**

Klima	Tourismus	Verkehr	Freizeit	Alternativen	Naturschutzaspekte
Sonnenscheindauer	Anzahl Übernachtungen	Erreichbarkeit mit Pkw/Bahn/Rad/ÖPNV	Anzahl von Ferientagen	Konkurrenzveranstaltungen	Landschaftsschutzkategorie
Niederschlagsmenge	Bettenauslastung im Umkreis	Anzahl Parkplätze	Anzahl und Verteilung der Feiertage	Zusätzliche komplementäre Publikumsmagneten	Anteil des geschützten Terrains
Niederschlagszeit	Anzahl Einwohner im Einzugsgebiet	Eigentümerstruktur	Kommunale Aspekte	Erschließung	Geländestruktur
Temperaturdurchschnitt	Anzahl Tagestouristen	Anzahl der Grundstückseigentümer	Kooperation politischer Entscheidungsträger	Strom, Wasser, Abwasser, etc.	Topographie
Wind*	Anzahl Urlauber	Rechtsform der Grundstückseigentümer	Kooperation der Bevölkerung	Übernahme der Erschließungskosten	Geologie

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

\* GEPLANT

### Kooperation mit Lehrstühlen

Die daraus gewonnen Erkenntnisse können in neue Standortüberlegungen eingebracht werden. Darüber hinaus werden Vorgespräche mit Lehrstühlen und Touristikinstituten über die Erstellung von Studien geführt, die belastbare Aussagen über die jeweilige Standortattraktivität ermöglichen sollen.

### Proprietäres Scoring-Modell

Sämtliche Faktoren werden anschließend nach ihrer Erlös-, Kosten-, Risiko- und Umsetzungsrelevanz individuell gewichtet und zu einem Gesamt-Score zusammengetragen. Bis zu diesem Zeitpunkt werden ausschließlich interne (Management-) Ressourcen eingesetzt, so dass das finanzielle Risiko einer endgültigen Projektablehnung gering gehalten wird. Erst nach einer einstimmigen Entscheidung von Vorstand und Aufsichtsrat, das jeweilige Projekt weiter zu verfolgen, werden beispielsweise externe Berater oder Planer engagiert.

**TABELLE 7: SCORING-MODELL (AUSWAHL)**

Merkmalsrubrik	Relevanz bezüglich Faktor					Gewichtung
	Erlöse	Risiko	Umsetzung	Kosten	Zukunft	
Standortattraktivität	✓	✓				*****
Erschließungsmöglichkeit		✓		✓		*****
Naturschutzaspekte		✓	✓	✓		*****
Attraktivität der Anlage selbst	✓	✓				*****
Finanzierung	✓	✓		✓		*****
Investitionshöhe	✓	✓		✓		*****
Gastronomie	✓	✓		✓		*****
Wetter	✓	✓				*****
Verkehrsanbindung	✓	✓				****
Parkmöglichkeiten	✓			✓		****
Kooperationsmöglichkeiten			✓	✓		***
Geländestruktur		✓		✓		***
Marketingpotenzial	✓	✓		✓	✓	***
Ausbaumöglichkeiten	✓				✓	***
Eigentümerstruktur			✓	✓		**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Wettbewerb kann durchaus befruchtende Auswirkungen haben

Weitere, qualitativ hochwertige Freizeitangebote stehen nicht automatisch in einer Konkurrenzsituation, sondern sind grundsätzlich bedeutend für die Attraktivität der Region – und damit auch für die Attraktivität eines geplanten Baumwipfelpfades. Nur bereits bestehende Baumwipfelpfade von Drittanbietern in der näheren Umgebung (<100 km) werden von eak tendenziell als Investitionshindernis angesehen, eigene Baumwipfelpfade dagegen nicht: In der Zukunft sollen Gäste zum Besuch eigener, alternativer Baumwipfelpfade über Kombi-Tickets animiert werden.

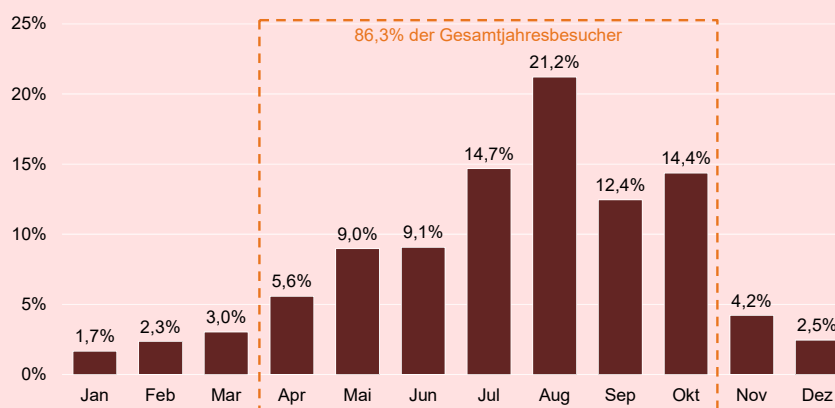
**Neben der Auswahl des Standorts stellt auch das Management von Saisonalitätseffekten eine Herausforderung für den eak-Vorstand dar. Denn mit durchschnittlich 86,3% findet der Großteil der Besuche von eak-Naturerlebniseinrichtungen während der Kernmonate April bis Oktober statt. Infolgedessen kommt einer systematischen Auswertung der Zusammenhänge zwischen Besucherzahlen und den relevanten Wetterdaten Temperatur, Sonnenscheindauer und Niederschlagsmenge vor der Entscheidung für einen Standort erhebliche Bedeutung zu.**

## Erhebliche Saisonalitätseffekte

Grundsätzlich ist die Tourismusindustrie mit erheblichen Saisonalitätseffekten konfrontiert: In den Jahren 2013-15e fanden durchschnittlich 86,3% der Besuche von eak-Einrichtungen während der Kernmonate von April bis Oktober statt, und nur 13,7% der Besuche während der Herbst- und Wintermonate November bis März. Der stärkste Monat ist der August (21,2%), gefolgt vom Juli (14,7%) und – etwas überraschend – Oktober (14,4%), die Monate mit den geringsten Besucherzahlen waren in den vergangenen drei Jahren Januar (1,4%), Februar (2,0%) und Dezember (2,5%).

Das Verhältnis zwischen Monatsmaximalwert und Monatsminimalwert lag in den vergangenen drei Jahren zwischen 9,4x und 11,3x, das heißt, dass im August durchschnittlich rund zehnmal so viele Menschen eine Naturerlebniseinrichtung von eak besucht als im Januar.

**ABBILDUNG 16: ERHEBLICHE SAISONALITÄTSEFFEKTE IM EAK-GESCHÄFTSMODELL, 2013-15E**



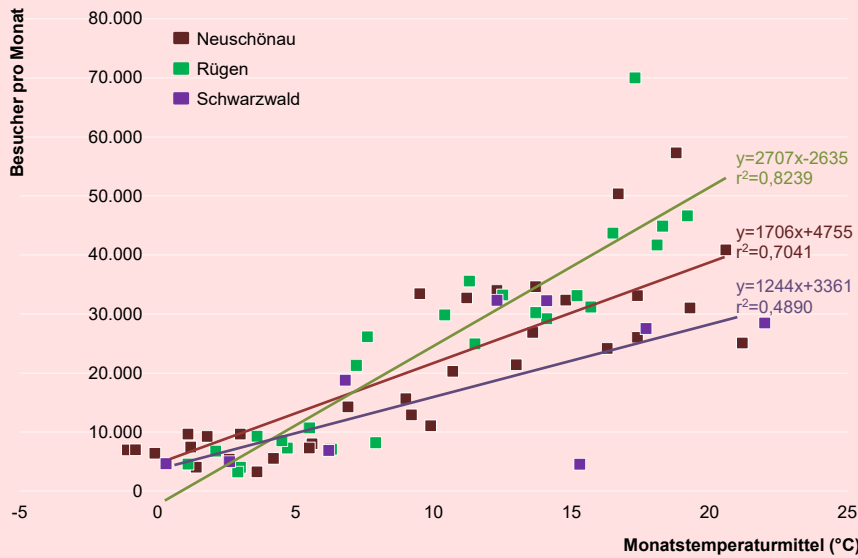
Durchschnittlich 86,3% der Besuche von eak-Einrichtungen finden während der Kernmonate von April bis Oktober statt, nur 13,7% der Besuche während der Herbst- und Wintermonate November bis März.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Besucherzahlen vs. Durchschnittstemperaturen

Eine hohe Korrelation besteht zwischen den durchschnittlichen Monatstemperaturen und der durchschnittlichen Besucherzahl, wobei diese im Naturerlebniszentrum Rügen mit 0,8329 ausgeprägter ist als im Baumwipfelpfad Neuschönau mit 0,7041. Zwar fallen die Daten nach Standort und Jahreszeit unterschiedlich aus, in der Tendenz aber können laut Aussagen des Managements bei Temperaturen zwischen 18 °C und 30 °C die meisten Besucher gezählt werden.

ABBILDUNG 17: BESUCHERZAHLEN VS. TEMPERATUREN, 01/2013-08/2015



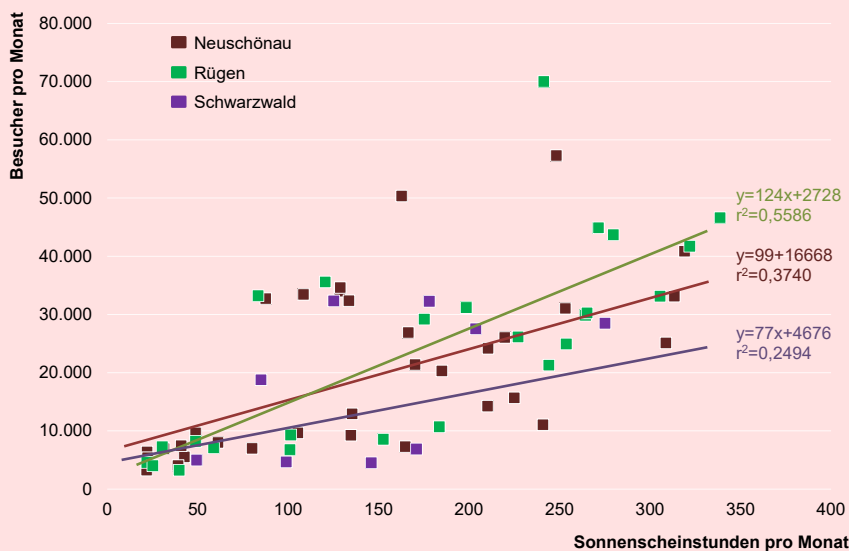
Liegen die Temperaturen über 30 °C, werden auf die Entspannung abzielende Freizeitaktivitäten wie der Besuch von Schwimmbädern bevorzugt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Besucherzahlen vs. Sonnenscheindauer**

Positiv korreliert mit den Durchschnittstemperaturen ist im Normalfall die Sonnenscheindauer. Insofern ist es wenig verwunderlich, dass beide Parameter zu vergleichbaren Ergebnissen führen. Allerdings ist der Korrelationskoeffizient durchweg niedriger als bei den Monatstemperaturmittelwerten, was dahingehend interpretiert werden kann, dass sich die Besucher von einem bewölktem Himmel nicht von einem Naturausflug abhalten lassen oder in den Hochsommermonaten gerade wolkgere Tage für einen Besuch wählen.

ABBILDUNG 18: BESUCHERZAHLEN VS. SONNENSCHNEIN, 01/2013-08/2015



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

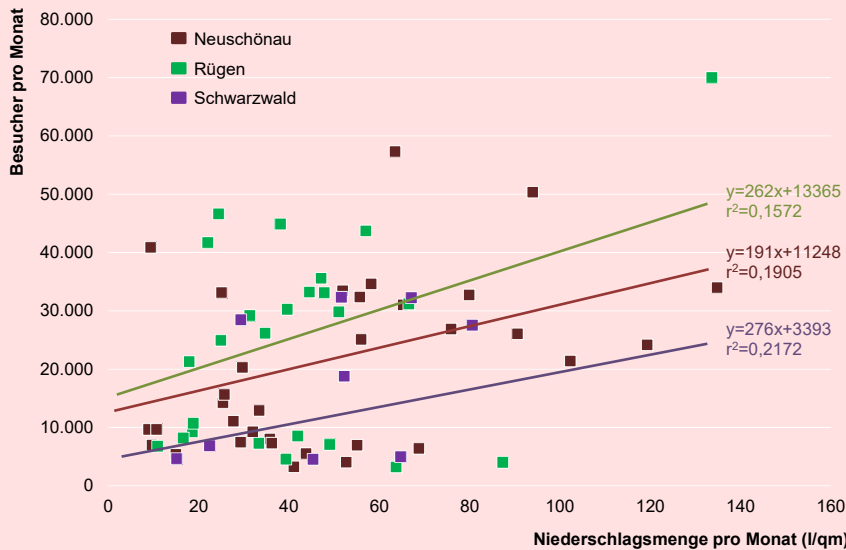
**Besucherzahlen vs. Niederschlagsmenge**

Die geringste Korrelation kann unserer Einschätzung nach zwischen Besucherzahlen und Niederschlagsmenge festgestellt werden. Aus unserer Sicht liegt dies ebenfalls daran, dass Naturerlebniseinrichtungen für Touristen oder Tages-

ausflügler durchaus als eine Schlechtwetter-Alternative der Freizeitgestaltung eingestuft werden.

Ob sich das Klima auf den Tourismus auswirkt, ist von der Wahrnehmung der Touristen abhängig: So zeigt sich, dass Häufigkeit und Dauer eines Regenschauers größeren Einfluss auf das touristische Empfinden haben als der mittlere Niederschlag, mit dem häufig argumentiert wird.

**ABBILDUNG 19: BESUCHERZAHLEN VS. NIEDERSCHLAG, 01/2013-08/2015**

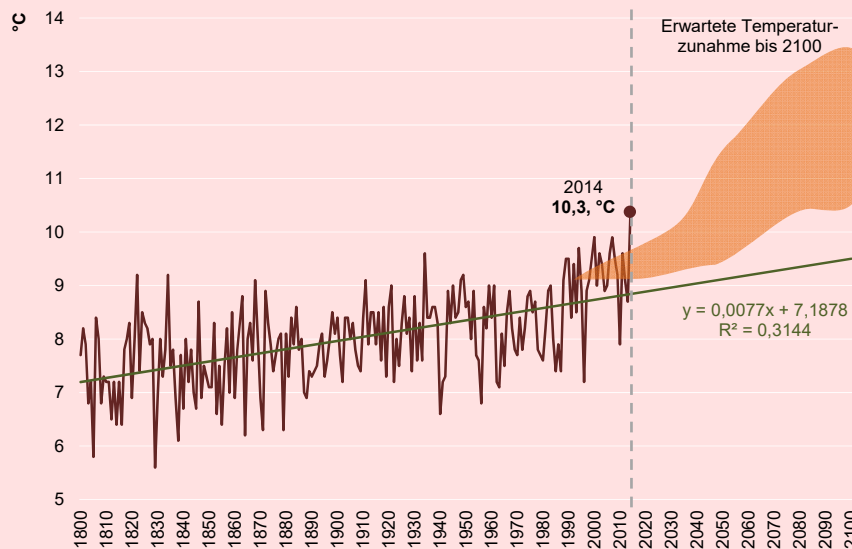


QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Klimaverschiebung könnte das Geschäftsmodell langfristig begünstigen**

Weltweit war 2014 mit einer globalen Durchschnittstemperatur von 14,6 °C das wärmste Jahr seit Beginn der Wetteraufzeichnungen. 14 der 15 global wärmsten Jahre fallen ins 21. Jahrhundert. Überdies waren die drei vergangenen Jahrzehnte jeweils wärmer als alle vorangegangenen Jahrzehnte seit 1850.

**ABBILDUNG 20: TEMPERATURMITTELWERTE, 1800-2014 UND PROGNOSE BIS ZUM JAHR 2100**



In Deutschland war das Jahr 2014 mit einer Durchschnittstemperatur von 10,3 °C das bisher wärmste Jahr seit Beginn regelmäßiger Temperaturmessungen im Jahr 1881.

QUELLE: DWD, SPHENE CAPITAL

Auch in Deutschland erreichte die Jahresmitteltemperatur 2014 mit 10,3 °C einen Rekordwert und lag damit 2,3 °C über dem vieljährigen Mittelwert von 8,0 °C im Zeitraum 1800-2013. Je nach Szenario wird die Temperatur in Deutschland bis zum Ende des Jahrhunderts nach den Prognosen des Deutschen Wetterdienstes zwischen etwa 1 und 3 °C zunehmen. Der stärkste Temperaturanstieg wird in den Wintermonaten erwartet.

#### **Kein einheitlicher Trend bei den Niederschlägen**

Bei den Niederschlägen ergibt sich im Jahresmittel kein eindeutiger Trend: So wird erwartet, dass die Sommermonate in Zukunft deutlich trockener, die Wintermonate tendenziell feuchter werden. Von diesen Entwicklungen könnte das Geschäftsmodell von eak langfristig profitieren.

## Unternehmensstrategie

Die Unternehmensstrategie von eak basiert auf vier Säulen: **Erstens** einer Beschleunigung des organischen Wachstums, um in einem endlichen Markt die bestehenden Chancen zu nutzen, was **zweitens** den Ausbau der Marktführerschaft – auch durch Beteiligungen – zur Folge haben soll, **drittens** einer Erweiterung der Produkt- und Dienstleistungspalette um naturorientierte (Kuppel-) Dienstleistungen, und **viertens** der Umsetzung einer Dach- und Submarkenstrategie zur Steigerung der Markenbekanntheit.

### Beschleunigung des organischen Wachstums

Nachdem in den vergangenen fünf Jahren insgesamt vier Naturerlebniseinrichtungen aufgebaut wurden, ist es das strategische Ziel des Unternehmens, das Wachstum im Hauptgeschäftsbereich der Naturerlebniseinrichtungen in den kommenden Jahren nochmals zu beschleunigen. In einem Umfeld, in dem die Zahl der optimalen Standorte endlich ist, gibt es zumindest für kapitalkräftige Mitbewerber keine besonderen Markteintrittsbarrieren. Eine beschleunigte Marktdurchdringung ist nach unserer Einschätzung durchaus angebracht, zumal von eak erhebliche organisatorische Skaleneffekte genutzt werden könnten.

**Erstens:** Beschleunigung des organischen Wachstums

Teil dieser Strategie ist es, die Präsenz nicht nur in Deutschland, sondern auch im europäischen Ausland auszubauen, wo das Unternehmen bislang nur mit einem Baumwipfelpfad in Tschechien präsent ist. Angaben gemäß stehen derzeit Standorte an der Saarschleife in Mettlach (Saarland), bei Valkenburg in den Niederlanden und im Riesengebirge in der Tschechischen Republik in der Umsetzungsvorbereitung.

Weitere Planungen gibt es für Standorte auf Usedom, in Österreich und Dänemark, erste Planungsvorbereitungen wurden auch für Standorte in Frankreich und Spanien getroffen, andere potenzielle Standorte befinden sich in der Vorprüfungsphase. Zwar plant eak in diese Märkte auch mit Kooperations- oder Joint-Venture-Partnern einzudringen, allerdings sollen die zukünftigen Auslandsvorhaben hauptsächlich über Mehrheitsbeteiligungen realisiert werden.

### Ausbau der Marktführerschaft – gegebenenfalls auch durch M&A

Zukünftig sollen auch – zumindest in einem opportunistischen Maßstab – Übernahmen durchgeführt werden. Dabei werden grundsätzlich Mehrheitsbeteiligungen angestrebt.

**Zweitens:** Ausbau der Marktführerschaft

### Erweiterung der Produkt- und Dienstleistungspalette

Es ist vorgesehen, dass die derzeitige Dienstleistungspalette durch naturorientierte (Kuppel-) Dienstleistungen wie gemeinnützige Dienstleistungen (über eine gGmbH), Komplementoren-Marketingangebote und Merchandisingangebote erweitert wird.

**Drittens:** Erweiterung der Produkt- und Dienstleistungspalette

### Umsetzung einer Dachmarkenstrategie

Ferner ist vorgesehen, eine Dachmarkenstrategie (eak) mit darunter liegenden Submarken umzusetzen. Jedes Geschäftsfeld – insbesondere also Baumwipfelpfade und S. E. T. (Seminare, Events, Teamtraining) – verfolgt dabei einen eigenständigen Markenauftritt und auch die einzelnen Naturerlebniseinrichtungen werden selbständig vermarktet.

**Viertens:** Umsetzung einer Dach- und Submarkenstrategie

Marketingaktivitäten reichen von regionalen Direktmarketing-Aktivitäten über den Versand von Mailings, Flyern und Broschüren an Haushalte und tourismusnahe Unternehmen (Hotels, Busunternehmen, Kooperationspartner) bis hin zur Teilnahme an Messen (f.r.e.e. München, RDA, u. a.). Hinzu kommen Printanzeigen in Bus- oder klassischen Outdoor-Magazinen sowie in der Tagespresse, Onlinewerbung (Mitte August 2015 beispielsweise auf der Suchmaschine Bing.de), Radio- und TV-Werbung.



## Unternehmensgeschichte und Management

Die Erlebnis Akademie AG (eak) wurde im Jahr 2001 gegründet. Vorerst letzter Schritt der Unternehmensgeschichte war der Börsengang am m:access der Bayerischen Börse, der Anfang Dezember dieses Jahres erfolgte. Die damit verbundene Kapitalerhöhung soll zu einer Rekapitalisierung führen und den Aufbau zusätzlicher Standorte ermöglichen. In Verbindung mit der Aufnahme weiterer Bankverbindlichkeiten will eak damit die Marktstellung als führendes Naturerlebnisunternehmen im deutschsprachigen Raum weiter ausbauen.

### Überblick über die Unternehmensgeschichte

Gegründet wurde die Erlebnis Akademie AG wurde 2001 als sogenannte „Kleine Aktiengesellschaft“ (Kapitalgesellschaft mit einer kleinen Zahl von Aktionären) von Prof. Dr. Erich Wühr, dem aktuellen Aufsichtsratsvorsitzenden, Christoph Blaß, dem derzeitigen Finanzvorstand, und Christian Kappenberger, der 2014 in gegenseitigem Einverständnis aus dem Unternehmen ausschied. Sitz der Gesellschaft ist Bad Kötzing in der Oberpfalz.

Nach mehreren Kapitalerhöhungen beträgt das Grundkapital der Gesellschaft nach dem Börsengang EUR 1,568 Mio.

Das erste Projekt war die Errichtung des Hochseilparks Lam in der Oberpfalz – dem zu dieser Zeit größten Hochseilpark in Europa. Bis 2010 wurden fünf weitere Naturhochseilparks in Deutschland und der Tschechischen Republik eröffnet. Heute spielen Hochseilparks für eak jedoch nur noch eine untergeordnete Rolle. Darüber hinaus wurden Teamtrainings, Events und naturnahe Erlebnisangebote etwa für Firmen, Vereine und Schulklassen entwickelt und vermarktet.

Zur Finanzierung der weiteren Unternehmensexpansion erfolgte im Dezember dieses Jahres der Börsengang am m:access der Bayerischen Wertpapierbörse. Mit den eingeworbenen Mitteln und dem damit ermöglichten Fremdkapital-Leverage soll der Aufbau weiterer Naturerlebniseinrichtungen finanziert werden.

ABBILDUNG 21: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK

	2001	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Corporate	2001 Gründung der Erlebnis Akademie AG in Bad Kötzing	2009 Eröffnung Neuschönau		2012 Eröffnung Lipno (CZE)	2013 Eröffnung Rügen		2014 Eröffnung Bad Wildbad	2015 Börsengang m:access der Bayerischen Börse
Auszeichnungen		2009 Tourismus Award Bayerischer Wald		2010 Holzbaupreis Bayern	2011 Bayerischer Tourismus Architekturpreis „arturo“		2014 UNESCO Offizielles Projekt der Weltdekade 2013/14	2015 UNESCO UN-Dekade „Biologische Vielfalt“
Equity	2001 Grundkapital kEUR 50	2009 Kapitalerhöhung um brutto EUR 0,9 Mio.		2012 Kapitalerhöhung um brutto EUR 1,5 Mio.			2014 Kapitalerhöhung um brutto EUR 1,3 Mio.	
Financials		2009 Umsatz EUR 1,2 Mio. EBIT EUR 0,1 Mio. 12 Mitarbeiter		2011 Umsatz EUR 2,8 Mio. EBIT EUR 0,6 Mio. 24 Mitarbeiter		2013 Umsatz EUR 4,3 Mio. EBIT EUR 0,3 Mio. 46 Mitarbeiter		2014 Umsatz EUR 5,8 Mio. EBIT EUR 0,4 Mio. 57 Mitarbeiter

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Seit ihrer Gründung ist die Erlebnis Akademie ein gründergeführtes Unternehmen. Derzeit setzt sich das Management aus zwei Vorständen und einem sechsköpfigen Aufsichtsrat zusammen.

### Die Mehrheit der Mitarbeiter ist in den Naturerlebniseinrichtungen tätig

Zum Jahresende 2014 beschäftigte eak 57,5 Mitarbeiter – gezählt auf Basis von FTEs (Full Time Equivalents) – und damit rund elf Mitarbeiter mehr als ein Jahr zuvor, wobei der Anstieg zum Teil saisonale Ursachen hat. Von diesen sind 48

Mitarbeiter in einem der drei Naturerlebniszentren tätig, 15 im Headquarter im oberpfälzischen Bad Kötzing und vier im Bereich S. E. T. Die Mitarbeiter der Naturerlebniszentren selbst setzen sich zum überwiegenden Teil aus angelegtem Personal zusammen.

### **Management mit langjähriger Erfahrung und Bereitschaft zu IR-Arbeit**

Die Firmengründer gelten als Pioniere im Betrieb von Naturerlebniseinrichtungen, was sich in einem hohen Qualitätsanspruch – auch in Details – und einem konsequenten, ökologisch-didaktischem Ansatz widerspiegelt. Darüber hinaus stufen wir das Management als kapitalmarktaffin ein, was sich zum Beispiel durch die Bereitschaft belegen lässt, abweichend von den Regularien des m:access Finanzberichte auch für das erste und dritte Quartal zu veröffentlichen. Auch die regelmäßige Teilnahme an Kapitalmarktkonferenzen wurde bereits vor dem Börsengang avisiert.

Mitgegründet wurde das Unternehmen von **Christoph Blaß**, Diplom Kaufmann, der anschließend als Aufsichtsrat tätig war und seit 2011 als Finanzvorstand für die Bereiche Investitionsrechnung, Finanzierung, Warenwirtschaft, Finanzbuchhaltung und Betriebsstatistik verantwortlich ist. Von 2001 bis 2010 war er Aufsichtsratsvorsitzender des Unternehmens, davor leitete er zusammen mit Prof. Wühr als geschäftsführender Gesellschafter den Verlag für Ganzheitliche Medizin Dr. Erich Wühr GmbH, und in Teilzeit bis 2013 den Verlag Systemische Medizin, einen medizinischen Fachverlag.

Als Vorstandssprecher des Unternehmens ist **Bernd Bayerköhler**, Diplom Betriebswirt (FH), seit 2002 für die Bereiche Marketing, Vertrieb, Organisation und Projektmanagement tätig; gemeinsam mit Herrn Blaß ist Herr Bayerköhler zudem für die Unternehmensstrategie und die Projektakquisition verantwortlich.

### **Aufsichtsrat**

Der Aufsichtsrat setzt sich aus sechs Mitgliedern zusammen:

- ⑤ **Prof. Dr. Erich Wühr** ist Mitbegründer und größter Einzelaktionär von eak. Von 2001 bis 2002 war er Vorstand der eak, seit Ende 2002 sitzt er im Aufsichtsrat der eak, seit 2010 als dessen Vorsitzender.
- ⑤ **Michaela Kohlbeck** ist stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende des Unternehmens. Michaela Kohlbeck ist Rechtsanwältin und Fachanwältin für Steuerrecht mit einer eigenen Kanzlei und spezialisiert auf die Bereiche Wirtschafts-, Familien- und Erbrecht. Zudem leitet Michaela Kohlbeck den Prüfungsausschuss, dem neben Rechtsanwalt Bernd Plötz auch der Unternehmer Anton Staudinger angehören.
- ⑤ **Theo Zellner** ist ehemaliger Präsident des Bayerischen Sparkassenverbandes, ehemaliger Bayerischer Landkreistagspräsident und aktueller Präsident des Bayerischen Roten Kreuzes.
- ⑤ **Peter Siegert** ist ehemaliger Vorstand einer Genossenschaftsbank und ehemaliger Bürgermeister von Schönberg im Bayerischen Wald.
- ⑤ **Anton Staudinger** ist Diplom-Kaufmann und geschäftsführender Gesellschafter bzw. Anteilseigner zahlreicher Unternehmen.
- ⑤ **Bernd Plötz** ist Rechtsanwalt mit eigener Kanzlei.

## Aktionärsstruktur

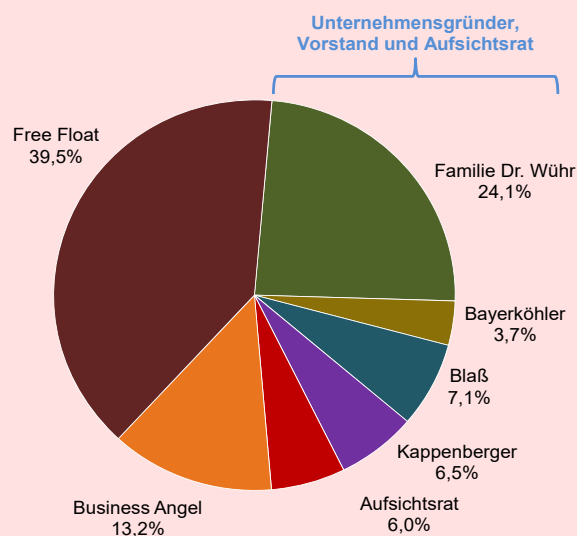
Nach dem Börsengang besteht das Grundkapital der Gesellschaft aus 1,568 Mio. Stück Aktien. Hauptaktionäre sind die Unternehmensgründer, die als Vorstand bzw. Aufsichtsrat unverändert operativ in der Gesellschaft tätig sind. Nach dem IPO liegt der Free Float bei 39,5%.

### Performanceorientierte Eigentümerstruktur

Die Aktionärsstruktur des Unternehmens weist nach dem Börsengang einen Free Float von 39,5% aus. 41,3% der Anteile werden von den drei Firmengründern und dem Vorstandssprecher gehalten, die mit Ausnahme von Herrn Kappenberger, der das Unternehmen im vergangenen Jahr verlassen hat, weiterhin als Vorstand oder Aufsichtsrat im Unternehmen tätig sind. 19,2% der Anteile werden von Aufsichtsräten und der Familie Staudinger gehalten, die ebenfalls als langfristiger Investor eingestuft werden kann.

Management und Aufsichtsrat des Unternehmens stufen wir als performanceorientiert ein, die an steigenden Aktienkursen interessiert sind. Damit unterscheidet sich eak von anderen Wettbewerbern, die, wie im Falle etwa von Skywalk als gemeinnützige Gesellschaft oder vom Baumwipfelpfad Fischbach als öffentlich-rechtliche Gebietskörperschaft, keine dezidiert ertragsorientierte Unternehmensstrategie verfolgen.

ABBILDUNG 22: AKTIONÄRSSTRUKTUR NACH DEM BÖRSENGANG



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Keine Dividende bis 2017e erwartet

Zweck des Börsengangs war es, Wachstumskapital einzuwerben. In Verbindung mit zusätzlichen Bankverbindlichkeiten sollen damit mehrere Naturerlebniseinrichtungen finanziert werden. Langfristiges Ziel, dem andere Finanzierungsziele untergeordnet werden sollen, ist der Bau eines großen Naturerlebnisparks à la Eden Project. Vor diesem Hintergrund wird nach u. E. von eak aktuell nicht erwartet, dass Dividenden ausgeschüttet werden. Frühestens ab dem Geschäftsjahr 2017e jedoch können wir uns eine Gewinnausschüttung vorstellen.

Bis 2017e rechnen wir nicht mit einer Dividendenausschüttung.

## Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen folgende unternehmensbezogene **Stärken** von eak:

**Stärken**

- ⑤ **Klarer Innovationsführer, belegt durch überdurchschnittliche Besucherzahlen:** eak ist aus unserer Sicht klarer Innovationsführer am Markt für Naturerlebniseinrichtungen. Die bislang von eak entwickelten Attraktionen, angefangen vom „Baum-Ei“ bis zur „Erdhöhle“, welche voraussichtlich im nächsten Baumwipfelpfad realisiert werden wird, sind auch heute noch „revolutionär“ und stellen aus unserer Sicht stets eine sinnvolle Erweiterung des Geschäftsmodells dar. Deutlich höhere Besucherzahlen als vergleichbare Baumwipfelpfade anderer Anbieter belegen, dass diese „Premium-Strategie“ auch unter ökonomischen Aspekten Wettbewerbsvorteile sichert. So schätzen wir für das laufende Jahr, dass eak mit drei Baumwipfelpfaden und 753.000 Besuchern (2015e) in Deutschland einen Marktanteil von 49,8% haben wird.
- ⑤ **Breite Zielkundenstruktur ohne Abhängigkeiten bei hoher Kundentreue:** Grundsätzlich spricht eak die breiteste mögliche Zielgruppe an – nämlich alle Menschen – mit einem breit gefächerten Spektrum von Unterzielgruppen, zumal durch die prinzipielle Barrierefreiheit der Baumwipfelpfade auch ältere Menschen, Familien mit Kleinkindern und Kinderwagen und Personen mit Handicap adressiert werden. Abhängigkeiten von einzelnen Kundengruppen können dementsprechend nicht festgestellt werden. Überdies konnte durch Umfragen belegt werden, dass die Kundenbeziehungen tendenziell langfristig angelegt sind. So haben nach eigenen Angaben 89% der Besucher geantwortet, einen Erlebnispark von eak zukünftig erneut zu besuchen. Damit unterscheidet sich eak von vielen reinen Fun-Parks, die überwiegend von Familien mit Kindern und in der Regel auch nur jeweils einmal besucht werden.
- ⑤ **Langjähriges Know-how:** Management und Aufsichtsrat von eak zählen in der Branche zu den Pionieren im Bau und Betrieb von Naturerlebniseinrichtungen. Dieses Know-how kann das Unternehmen insbesondere bei der Auswahl neuer Standorte und der Konzeption der Baumwipfelpfade, von denen jeder ein Unikat ist, nutzen.
- ⑤ **Effiziente Standortanalyse:** Eine weitere Stärke des Unternehmens sehen wir in dem detaillierten Analyse-Werkzeug zur Standortanalyse, womit eak unseres Erachtens ein klares Alleinstellungsmerkmal aufweist. Darin fließen nicht nur die jahrelange Erfahrung der Firmengründer ein, sondern auch statistisch validierbare Merkmale, die die Besucherfrequenz und damit die Attraktivität eines Standorts beeinflussen und vom Management in den vergangenen Jahren gesammelt und ausgewertet wurden.
- ⑤ **Ausbau der Marktführerschaft, Expansion in Nachbarländer:** Die Anzahl potenzieller Standorte ist naturgemäß endlich, so dass dauerhafte Wettbewerbsvorteile nur durch eine rasche Expansionsstrategie gesichert werden können. Durch den Börsengang am m:access der Bayerischen Börse und die dadurch eingeworbenen Mittel kann es eak gelingen, die Marktführerschaft in Deutschland weiter auszubauen und das Geschäftsmodell selektiv auf andere europäische Länder zu übertragen.
- ⑤ **Gute Planbarkeit der Ertragslage:** Risiken hinsichtlich der Erreichung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen ergeben sich aus unserer Sicht vor allem aus exogenen Faktoren, insbesondere dem Wetter, nicht jedoch aus der Struktur des Unternehmens. Wir sehen keine Hinweise dafür, dass unsere Ergebnisprognosen des laufenden Jahres nicht erreicht werden.
- ⑤ **Solide Bilanzstruktur:** Mit einer Eigenkapitalquote von 40,7%, einer Nettoverschuldung von EUR 4,8 Mio. und einer EBIT-Interest Coverage Ratio von 3,6x (per Jahresende 2014) zeigt eak bereits vor dem IPO bilanzielle Stärke. Diese eröffnet dem Unternehmen den notwendigen Spielraum, um weitere Standorte zu akquirieren oder auch selektiv Zukäufe zu tätigen.
- ⑤ **Steigende Profitabilität:** Schon kurz nach der Unternehmensgründung wurde eak auf allen Ebenen profitabel und wird seine Ertragslage nach dem

Börsengang weiter ausbauen. Hierzu trägt auch bei, dass Naturerlebniseinrichtungen bereits im Jahr der Betriebsaufnahme nicht nur kostendeckend sind, sondern infolge überschaubarer variabler Kosten auch vergleichbare Profitabilitätskennzahlen aufweisen wie etablierte Einrichtungen.

- Ⓢ **Rein organisches Wachstum:** Die bislang erreichte Marktstellung wurde ausschließlich durch organisches Wachstum erreicht. Risiken aus externem Wachstum bestehen daher bislang nicht.
- Ⓢ **eak ist nur in geringem Maße Währungsrisiken** ausgesetzt: Sowohl auf der Kosten- als auch auf der Umsatzseite wird nahezu vollständig in Euro kontrahiert, allein über die Beteiligung im tschechischen Lipno bestehen Risiken über die Gewinnzuweisung.
- Ⓢ **Stabile, performanceorientierte Aktionärsstruktur:** Aus unserer Sicht weist eak eine insgesamt stabile und dezidiert performanceorientierte Eigentümerstruktur auf. Hierin unterscheidet sich eak von Wettbewerbern, die den Umweltaspekt einer Naturerlebniseinrichtung in den Vordergrund stellen und der Ertragszielung nur eine Nebenrolle zukommen lassen.
- Ⓢ **Zugang zum Kapitalmarkt:** Angesichts einer limitierten Anzahl von optimalen Standorten ist eine adäquate Kapitalausstattung nach unserer Einschätzung der Schlüssel zum Gewinn von weiteren Marktanteilen. Vor diesem Hintergrund könnte ein guter Kapitalmarktzugang erhebliche Wettbewerbsvorteile sichern. Der Börsengang könnte nur ein erster Schritt für zukünftige Kapitalmarktaktivitäten (Unternehmens- oder Wandelanleihe, Kapitalerhöhung etc.) gewesen sein.
- Ⓢ **Potenzielle Übernahmespekulationen:** Als gering verschuldetes Small Cap-Unternehmen in marktführender Stellung mit großer Wachstumsphantasie erscheint das Unternehmen als ein grundsätzliches Übernahmeziel für die global tätigen Tourismusunternehmen, etwa um die eak-Standorte zu übernehmen.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von eak:

**Schwächen**

- Ⓢ **Abhängigkeiten vom Management:** eak wird von einem Team von geschäftsführenden Gesellschaftern geleitet. Vorstand und Aufsichtsrat der im Stile eines Familienunternehmens geführten Gesellschaft sind sehr erfahren, lassen jedoch Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen vermuten.
- Ⓢ **Risiko des externen Wachstums:** In der Vergangenheit erfolgte der Aufbau des Portefeuilles an Naturerlebniseinrichtungen ausschließlich auf organischem Weg. Sollte eak das eigene Wachstum wie angekündigt auch anorganisch beschleunigen wollen, ist eine Möglichkeit hierzu die Übernahme anderer Einrichtungen. Eine derartige M&A-Strategie ist jedoch u. E. grundsätzlich mit Risiken behaftet.
- Ⓢ **Liquiditätsrisiko der Aktie:** Mit einer Marktkapitalisierung von aktuell EUR 11,7 Mio. ist eak ein Nano-Cap und für ein Engagement vieler institutioneller Investoren zu klein. Überdies muss auch die erwartete niedrige Liquidität der Aktie berücksichtigt werden.

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

**Chancen**

- Ⓢ **Hohe Marktfragmentierung und Wettbewerbsintensität in der Tourismusindustrie:** Die Tourismusbranche wird von kleinen und mittelständischen Unternehmen geprägt (SMEs) und ist stark fragmentiert. Eine starke Position trotz der hohen Wettbewerbsintensität haben vor allem Unternehmen, denen es gelingt, ihren Gästen intensive Erlebnisse und nachhaltige Eindrücke zu vermitteln. Umfragen zufolge gelingt eak genau dies.
- Ⓢ **Geringe konjunkturelle Abhängigkeiten:** Die Attraktivität touristischer Einrichtungen und Freizeiteinrichtungen ist eng mit der jeweiligen regionalen und örtlichen Infrastruktur und einer guten Zusammenarbeit der verschiedenen Dienstleister verbunden. Dazu zählen neben Gaststätten und Hotels auch Verkehrsanbieter und -verbindungen sowie auch hohe regionale Nachfrage. Daneben sind der Trend der Deutschen zum Urlaub im eigenen Land und der Trend zu alternativen und nachhaltigen Tourismusangeboten unge-

brochen.

- ⑤ **Profiteur der zunehmenden Anzahl von Kurzurlaube:** Während die Übernachtungszahlen in Deutschland stetig steigen, nimmt die durchschnittliche Aufenthaltsdauer der Gäste ab. Von der daraus abzuleitenden wachsenden Beliebtheit von Kurzurlaube können nach unserer Einschätzung insbesondere die inländischen Natur- und Freizeiteinrichtungen profitieren.
- ⑤ **Profiteur des demographischen Wandels: in den europäischen Industriestaaten:** Im Zuge des demographischen Wandels wird das touristische Marktsegment der älteren Menschen weiter wachsen, darüber hinaus bleiben ältere Menschen immer länger aktiv. Chancen für die Tourismusindustrie ergeben sich durch zielgruppenbezogene Themenangebote wie Wellness- und Gesundheit sowie barrierefreie Freizeit- und Reiseangebote für Menschen mit Handicap.
- ⑤ **Geringe Preissensitivität:** Vor dem Hintergrund eines überdurchschnittlichen Einkommens und des hohen Stellenwerts der Freizeitaktivitäten sind die Kunden der eak nach unserer Einschätzung wenig preissensitiv. Auch dass sich die Kunden von eak größtenteils im „Urlaubs-Modus“ befinden, trägt zu der geringen Preissensitivität bei. Allerdings steht das Unternehmen in einem starken Wettbewerb mit anderen Freizeiteinrichtungen.

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

## Risiken

- ⑤ **(Theoretisch) Niedrige Markteintrittsbarrieren:** Da die Dienstleistung Baumwipfelpfad keinen Patentschutz genießt, ist es prinzipiell jedem Investor möglich, einen Pfad dieser Art zu bauen und zu betreiben. Eine Eingrenzung erfährt diese Aussage durch die erheblichen Vorlauf- und Investitionskosten, die der Bau einer Anlage mit sich bringt sowie aus dem Know-how des Managements in der Standortauswahl. Ungeachtet dessen steht das Unternehmen vor der dauernden Aufgabe, sich von potenziellen und tatsächlichen Wettbewerbern von Naturerlebniseinrichtungen durch die Antizipation neuer Trends und Bedürfnisse in einer sich rasch wandelnden Tourismusindustrie abzugrenzen.
- ⑤ **Kannibalisierung durch öffentlich-rechtliche Wettbewerber:** Nicht nur privatrechtliche, sondern auch öffentlich-rechtliche Unternehmen und Non-Profit-Organisationen betreiben Naturerlebniszentren. So wird derzeit im fränkischen Ebrach von den Bayerischen Staatsforsten in Zusammenarbeit mit dem Staatsministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Forsten ein Baumwipfelpfad mit einem Investitionsvolumen von rund EUR 8 Mio. erstellt, dessen Eröffnung im Jahr 2016e erwartet wird. Damit steht eak mit Betreibern in Konkurrenz, die über ungleich größere finanzielle Mittel verfügen.
- ⑤ **Der Betrieb von Baumwipfelpfaden ist stark standortabhängig.** So birgt jede Neueröffnung nicht nur das Risiko von liquiditätsbelastenden Verzögerungen, sondern auch eines vollständigen Scheiterns. Dies hat auf der einen Seite Markteintrittsbarrieren zur Folge, vergrößert auf der anderen Seite aber auch das operative Risiko, da Fehlinvestitionen erhebliche negative Auswirkungen auf die Ertragslage und die Bilanzstruktur der Gesellschaft haben können.
- ⑤ **Starke Saisonalitätseffekte:** Die europäische Tourismusindustrie ist durch eine hohe Saisonalität bzw. mit dem Erreichen eines Peak in den Sommermonaten Juli/August und eines Low in den Monaten Dezember/Januar gekennzeichnet. Analog führen auch Freizeitparks ein stark saisonal geprägtes Geschäft. Bei Neueröffnungen können Verschiebungen damit erhebliche Auswirkungen auf die Profitabilität des Standorts im ersten Jahr haben, zudem lassen sich wetterbedingte Einbußen in den Sommermonaten kaum in den übrigen Monaten kompensieren.
- ⑤ **Grundsätzliche Skalierbarkeit des Geschäftsmodells:** Durch die hohe Kapitalbindung und die langen Vorlaufzeiten für den Bau und die Inbetriebnahme eines Naturerlebniszentrums ist das Geschäftsmodell von eak zwar grundsätzlich skalierbar, jedoch investitionsintensiv, was nach unserer Einschätzung die Wachstumschancen limitiert.

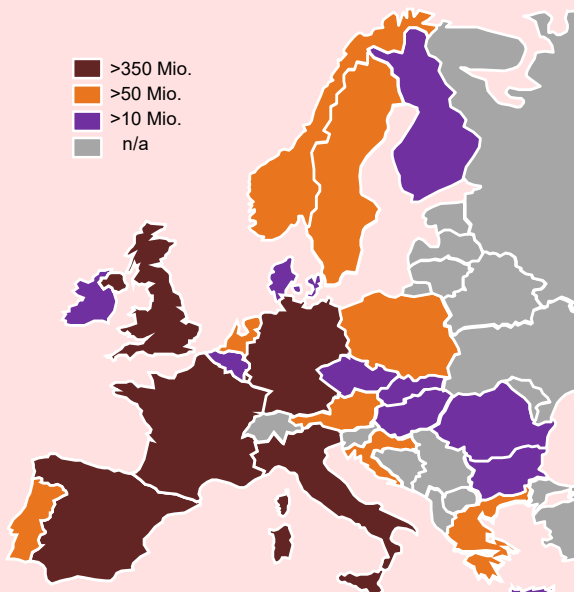
## Trend zu nachhaltigem Tourismus

Mit fast 250 Mio. Urlaubsreisen ist Deutschland die aktivste Reisenation in Europa. Knapp zwei Drittel der Reiseziele liegen im eigenen Land, wobei es sich dabei überwiegend um Kurzreisen von weniger als drei Nächten handelt. Dazu kommen mehr als 2,4 Mrd. Tagesausflüge ohne Übernachtungen pro Jahr. Gleichzeitig ist – auch international – eine steigende Nachfrage nach alternativen und nachhaltigen Tourismusangeboten zu beobachten, angetrieben u. a. durch wachsende Ansprüche der Reisenden, eine zunehmende Unternehmungslust und ein steigendes Umweltbewusstsein. Dieser Trend spiegelt sich auch in dem besonderen Interesse gegenüber Naturlandschaften wider: So interessierten sich laut Forschungsgemeinschaft Urlaub und Reisen (2014) 40% der Befragten für Urlaube in ausgewiesenen Naturschutzgebieten, wobei als Motive neben dem Wunsch „Natur zu erleben“ vor allem „Bildung und Information“ genannt wurden.

### Europäische Tourismusindustrie

Europa ist mit einem Anteil von knapp 52% die größte Tourismusregion weltweit. Mehr als 5% des europäischen Bruttoinlandsprodukts werden im Tourismus erwirtschaftet, der Beschäftigtenanteil liegt auf vergleichbarem Niveau. Bei Einbeziehung aller angrenzenden bzw. mit touristischen Einrichtungen verbundenen Bereiche lassen sich sogar mehr als 10% des europäischen BIP und knapp 10 Mio. Beschäftigte direkt und indirekt der Tourismusbranche zurechnen. Nach Ansicht der World Tourism Organization dürfte der grenzüberschreitende Tourismus in Europa bis 2020 um jährlich rund 3% auf mehr als 700 Mio. Ankünfte pro Jahr (2014: 588 Mio.) ansteigen und dabei jährlich die Schaffung von rund 100.000 neuen Arbeitsplätzen fördern.

ABBILDUNG 23: ANZAHL DER ÜBERNACHTUNGEN 2013



Gezählt werden die Anzahl der Übernachtungen von In- und Ausländischen Touristen in Hotels, Campingplätzen und anderen Tourismusunterkünften.

QUELLE: EUROSTAT, SPHENE CAPITAL

### Eigener EU Zuständigkeitsbereich durch Vertrag von Lissabon

Aufgrund der großen volkswirtschaftlichen Bedeutung wurde der EU im Lissabon Vertrag, Artikel 195, eine besondere Zuständigkeit zur Förderung des Tourismusangebotes in den Mitgliedsstaaten eingeräumt. Damit kann die EU die Tourismuspolitik der Mitgliedsstaaten ergänzen mit den Zielen,

- ⑤ günstige Rahmenbedingungen für die im Tourismus tätigen Unternehmen zu schaffen und
- ⑤ die Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten insbesondere durch den Austausch bewährter Verfahren zu unterstützen.

Mehr als die Hälfte der Urlaubsreisen sind Kurztrips zwischen ein und drei Tagen. Mit Ausnahme von Belgien, Luxemburg, Malta und Slowenien werden die meisten Urlaubstage im eigenen Land verbracht; mehr als zwei Drittel dieser Inlandsurlaube dauern jedoch höchstens drei Tage.

Innerhalb der EU werden Tourismusprojekte mit Mitteln aus den EU Strukturfonds und im Rahmen des COSME-Programms (Programme for the Competitiveness of Enterprises and SMEs) gefördert. Die Entscheidungen über mögliche Förderungen werden von den für die regionalen Förderprogramme zuständigen Landesbehörden der Länder getroffen.

**TABELLE 8: REISEZIELE UND URLAUBSDAUER**

Land	Trips gesamt (1.000)	Kurztrips (1.000)	Trips > 4d (1.000)	Kurztrips Inland (%)	Trips > 4d Inland (%)	Anteil Inland (%)
AUT	22.401	12.365	10.037	36,3%	16,0%	52,3%
BEL	13.330	4.969	8.361	13,0%	6,9%	19,9%
BUL	3.966	2.179	1.787	49,9%	36,1%	86,0%
CRO	9.151	5.175	3.976	42,1%	25,9%	68,0%
CYP	2.406	1.168	1.238	37,8%	16,4%	54,2%
CZE	31.280	19.679	11.601	58,3%	23,3%	81,6%
DEN	31.792	23.512	8.280	64,3%	9,9%	74,2%
ESP	132.351	91.134	41.217	66,3%	26,2%	92,5%
EST	2.890	2.105	795	53,4%	6,4%	59,8%
FIN	39.083	29.573	9.510	63,7%	14,3%	78,0%
FRA	224.950	119.413	105.537	50,1%	38,6%	88,7%
GBR	159.414	89.976	69.438	49,9%	17,3%	67,2%
<b>GER</b>	<b>248.582</b>	<b>132.711</b>	<b>115.871</b>	<b>45,1%</b>	<b>19,7%</b>	<b>64,8%</b>
GRE	5.584	1.674	3.911	28,0%	60,0%	88,0%
HUN	16.050	10.561	5.489	53,3%	20,9%	74,2%
IRE	11.669	6.585	5.083	40,6%	9,7%	50,3%
ITA	52.687	25.135	27.551	41,5%	37,0%	78,5%
LET	4.353	2.680	1.673	47,5%	12,0%	59,5%
LIT	4.402	3.361	1.041	64,0%	7,7%	71,7%
LUX	1.680	741	938	3,0%	0,3%	3,3%
MAL	526	256	270	32,0%	4,1%	36,1%
NED	43.247	22.646	20.601	42,8%	17,0%	59,8%
POR	19.940	9.817	5.123	63,5%	27,6%	91,1%
RUM	17.682	10.490	7.192	58,7%	35,9	94,6%
SLK	6.894	3.856	3.038	50,0%	19,1%	69,1%
SLO	4.637	2.990	1.647	35,8%	7,9%	43,7%
<b>EU-28</b>	<b>1.110.947</b>	<b>634.751</b>	<b>471.205</b>	<b>50,5%</b>	<b>24,8%</b>	<b>75,3%</b>

QUELLE: EUROSTAT, SPHENE CAPITAL

(ANM.: KEINE ANGABEN ZU POLEN UND SCHWEDEN)

### Deutschland ist für Deutsche das beliebteste Urlaubsland

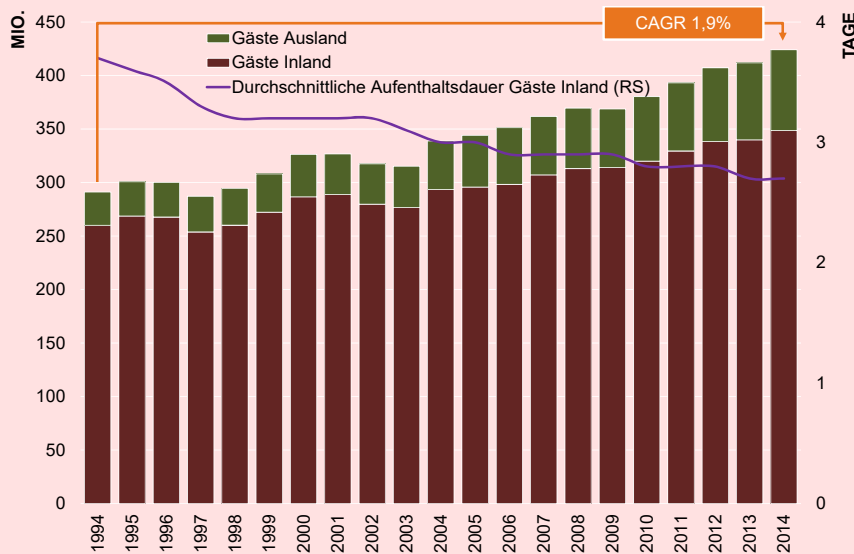
Das beliebteste Reiseziel der Deutschen ist mit großem Abstand das eigene Land. Laut EU-Statistik entfiel die Wahl bei 64,8% der deutschen Urlaubsreisen auf das Inland. Noch lieber zu Hause bleiben unter anderem Spanier und Portugiesen mit 92,5% bzw. 91,1%, Franzosen mit 88,7, Griechen mit 88,0% aber u. a. auch Tschechen mit 81,6% und Italiener mit 78,5%.

Im vergangenen Jahr zählte das statistische Bundesamt 424 Mio. Inlandsübernachtungen (+3% YoY).

Bei der absoluten Anzahl der Urlaubsreisen im eigenen Land wird Deutschland dagegen bis auf Frankreich von keinem europäischen Land übertroffen: Insgesamt zählte das Statistische Bundesamt im Jahr 2014 424 Mio. (+3% YoY) Übernachtungen in Gästebetrieben ab zehn Betten bzw. Stellplätzen, von diesen entfielen 75,5 Mio. (+5%) auf Gäste aus dem Ausland. In den vergangenen zehn bzw. fünf Jahren lag die CAGR der Gesamtübernachtungen bei 2,3% bzw. 2,8%; bei den Übernachtungen aus dem Inland erreichte die CAGR 1,7% bzw. 2,3%. Damit ist für die vergangenen fünf Jahre jeweils ein Anstieg der Wachstumsraten festzuhalten.



ABBILDUNG 24: ÜBERNACHTUNGEN IN DEUTSCHLAND



Die Übernachtungszahlen gelten für Beherbergungsbetriebe in Deutschland mit mindestens zehn Betten bzw. Stellplätzen.

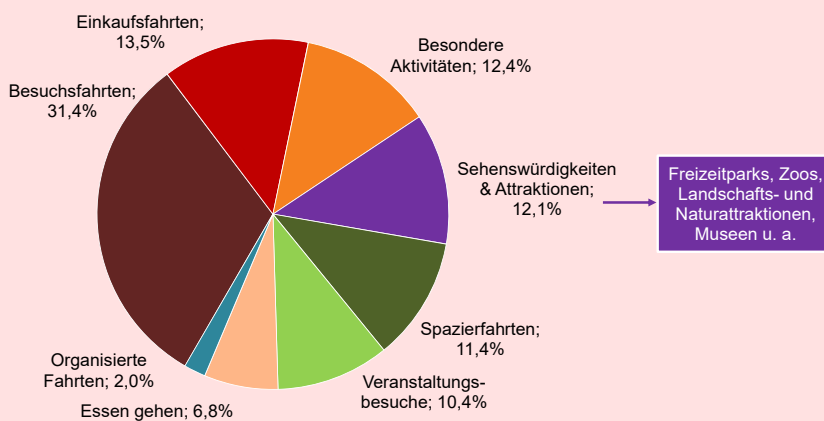
QUELLE: DESTATIS, SPHENE CAPITAL

**Rückläufige Aufenthaltsdauer der Urlauber aus dem Inland**

Vorstehende Abbildung zeigt aber auch, dass trotz eines kontinuierlichen Anstiegs der Gesamtzahl an Übernachtungen die durchschnittliche Aufenthaltsdauer der Gäste gegenüber 2004 von 3,0 Tagen auf 2,7 Tage in 2014 zurückgegangen ist. Nicht erfasst werden in den Daten des Statistischen Bundesamtes dagegen neben Kleinbetrieben und privaten Vermietern von Ferienhäusern- und Wohnungen insbesondere Tagesausflüge ausgehend vom Wohnort.

Kurzurlaube werden immer beliebter.

ABBILDUNG 25: MOTIVE FÜR TAGESAUSFLÜGE



Insgesamt wurden in Deutschland im Erhebungszeitraum von Mai 2012 bis April 2013 laut dwif über 2,4 Mrd. Tagesausflüge (gemessen pro Kopf) unternommen. Der vom dwif ermittelte Anteil des Tagestourismus (inkl. eintägige Geschäftsreisen) liegt bei 1,8 % des BIP.

QUELLE: DWIF, SPHENE CAPITAL

**Auch Tagesausflüge sind ein wichtiger Tourismusfaktor**

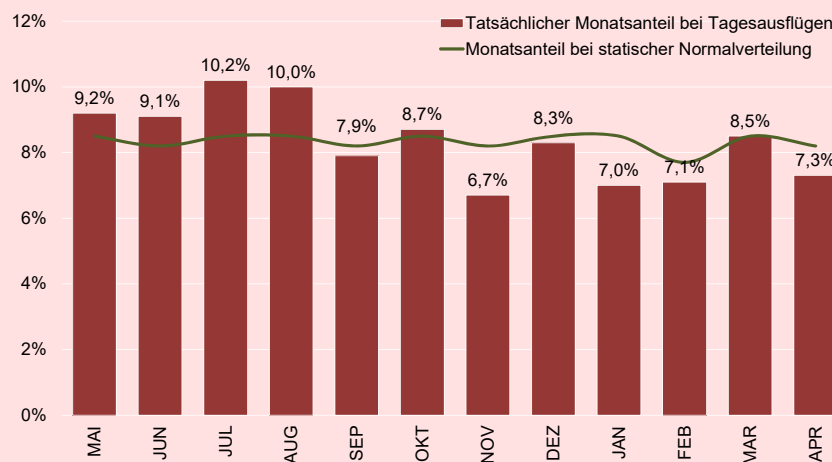
Diese unterjährigen Freizeitaktivitäten in Deutschland wurden in einer Erhebung des dwif (Deutsches Wirtschaftswissenschaftliches Institut für Fremdenverkehr e. V.) ausgewertet. Demnach unternehmen die Deutschen durchschnittlich zusätzlich rund 30 Tagesausflüge pro Kopf und Jahr, die sich damit zu mehr als 2,4 Mrd. Tagesausflügen pro Jahr summieren. Die Ziele liegen im Durchschnitt rund 66 km (einfache Strecke) vom Wohnort entfernt. Allerdings ist die Streuung der Entfernungsdaten relativ groß: Während rund 60% der Tagesausflüge inner-

halb von 50 km einfache Strecke stattfinden, haben immerhin 13% der Ausflüge Ziele in einer Entfernung von über 150 km. Für besondere Ausflugsziele wie etwa Baumwipfelpfade an touristisch abgelegenen Orten scheinen die Menschen demnach auch große Strecken in Kauf zu nehmen. Zu den wichtigsten Motiven dieser Ausflugsfahrten zählen in der Reihenfolge ihrer Bedeutung: Besuche von Verwandten und Freunden, besondere Einkaufsfahrten und – von jeweils gleichrangiger Bedeutung – besondere Aktivitäten wie u. a. Baden, Skifahren oder Wandern sowie der Besuch von Sehenswürdigkeiten und auch Attraktionen.

Zu den Besonderheiten von Tagesausflügen zählen darüber hinaus, dass sie

- ⑤ besonders beliebt sind bei Familien mit Kindern (durchschnittlich 35,9 Tagesausflüge pro Jahr);
- ⑤ auch unter der Woche unternommen werden – fast die Hälfte der Ausflugsfahrten werden von Montag bis Freitag geplant;
- ⑤ kaum saisonabhängig sind, sondern relativ gleichmäßig über das Jahr stattfinden (siehe Abbildung 26).

**ABBILDUNG 26: TAGESAUSFLÜGE, VERTEILUNG NACH MONATEN, 05/2012-04/2013**



Zwar sind die Frühlings- und Sommermonate besonders beliebt, aber auch in den anderen Monaten ist eine starke Ausflugsaktivität festzustellen. Gemessen wurden die Tagesausflugsaktivitäten in Deutschland von Mai 2012 bis April 2013.

QUELLE: DWIF, SPHENE CAPITAL

### Trend zu alternativen und nachhaltigen Formen des Tourismus

Nach Ansicht der World Tourism Organisation wird das Tourismuswachstum kommender Perioden vor allem von Angeboten jenseits des klassischen Strandtourismus getragen sein. Rund 20% der Reisetätigkeit in den nächsten zwei Jahrzehnten werden, so die Einschätzung, auf Alternativangebote entfallen. Diese werden damit das künftige Wachstum anführen und überdurchschnittlich von Verschiebungen innerhalb der Branche profitieren.

Als Ursachen nennt die World Tourism Organisation:

- ⑤ steigende Ansprüche als Folge zunehmender Reiseerfahrungen, weshalb die Kunden immer neue Ziele und Produktangebote erkunden;
- ⑤ die europäische Integration, die Liberalisierung des Luftverkehrs und der Ausbau der Straßennetze, die die Mobilität und den grenzüberschreitenden Tourismus fördern;
- ⑤ einen Trend zu kürzeren auf häufigeren Urlauben über das gesamte Jahr verteilt;
- ⑤ eine wachsende Unternehmungslust, welche durch unterschiedliche Aktivitäten während des Urlaubes befriedigt wird;
- ⑤ den demographischen Wandel, wobei vor allem die Älteren immer länger

aktiv bleiben;

☉ und schließlich ein steigendes Umweltbewusstsein.

### Nachhaltiger Tourismus in Deutschland

Entsprechend dem 2014 erschienen Bericht zur Nachfrage nach nachhaltigem Tourismus im Rahmen der Reiseanalyse, erstellt von der Forschungsgemeinschaft Urlaub und Reisen im Auftrag des BMUB, legen 31% der deutschsprachigen Wohnbevölkerung ab 14 Jahren Wert auf ein ökologisch verträgliches, ressourcenschonendes und umweltfreundliches Verreisen, 38% achten auf ein sozialverträgliches Reisen, d. h. sie legen Wert auf faire Arbeitsbedingungen für das Personal und Respekt gegenüber der einheimischen Bevölkerung, und eine Schnittmenge von 28% interessiert sich sowohl für ökologisch verträgliche als auch für sozialverträgliche Urlaubsreisen.

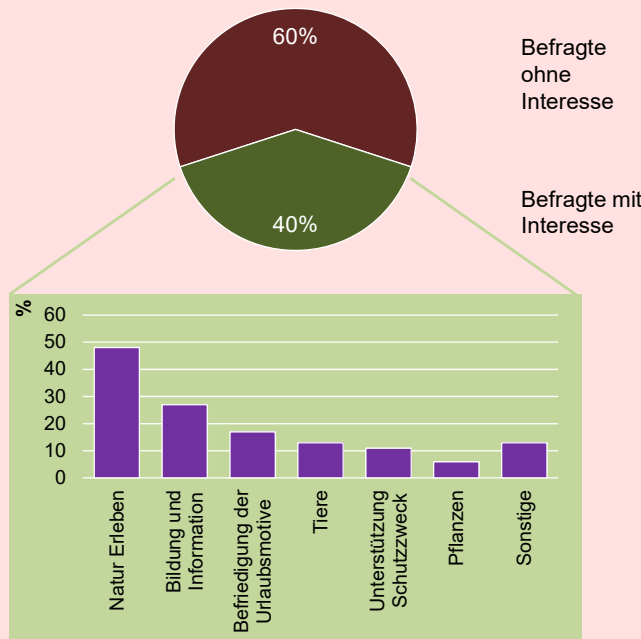
Abgefragt wurden darüber hinaus, diesmal allerdings im Rahmen einer offenen Fragestellung, was die Befragten mit dem Begriff „Nachhaltiger Tourismus“ verbinden. Von allen Befragtengruppen am häufigsten genannt wurden „Umweltschutzaspekte“: 28% aller Befragten und 48% derjenigen, die einen nachhaltigen Tourismus unterstützen, assoziierten nachhaltigen Tourismus mit Umweltschutz.

Dagegen waren soziale Aspekte und der Schutz der Urlaubsregion in beiden Gruppen zwar die nachfolgend am häufigsten genannten Kriterien, beide folgten jedoch bereits mit großem Abstand (11% bzw. 8% bei allen Befragten, 21% bzw. 17% bei den Nachhaltigkeitsunterstützern).

### Beliebte Sonderform: Urlaub in Schutzgebieten

Ein besonderes Interesse besteht offensichtlich gegenüber den nationalen Naturlandschaften, d. h. Nationalparke, Naturparke und Biosphärenreservate. Wie die Studien des BMU über das Umweltbewusstsein in Deutschland zeigen, spielen nationale Naturlandschaften für die Hälfte der Bevölkerung eine „sehr große“ oder „eher große Rolle“ (BMU 2010). Nachgefragt im Rahmen der zitierten Reiseanalyse 2014 interessieren sich zudem 40% der Befragten für einen Urlaub in Schutzgebieten. Auf die offene Frage nach dem Grund antwortete fast die Hälfte der Interessierten mit dem Wunsch, Natur zu erleben (48%), und über ein Viertel gaben „Bildung und Information“ als Motivation für ihr Reiseinteresse an.

ABBILDUNG 27: URLAUB IN SCHUTZGEBIETEN



Im Anschluss an die Frage, ob Interesse an Urlaub in bzw. dem Besuch von Schutzgebieten besteht, wurden im Rahmen einer offenen Frage, die Gründe der mit Ja-Antwortenden abgefragt.

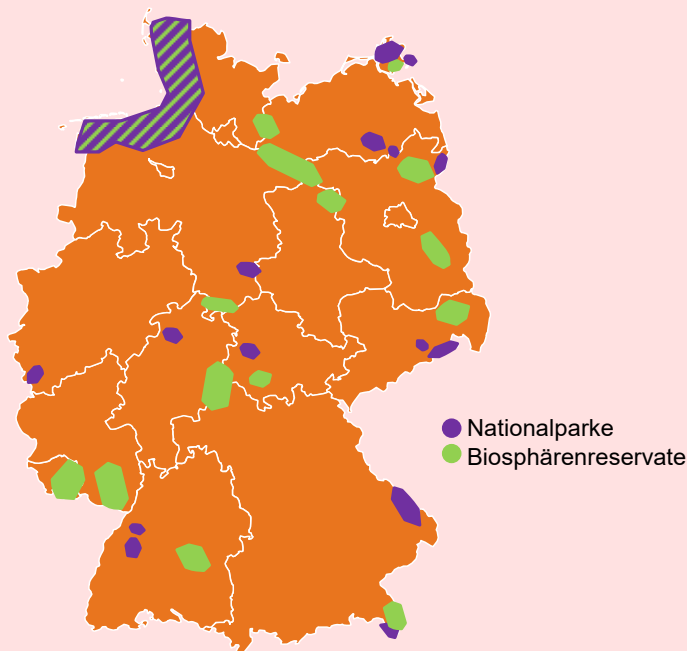
QUELLE: FORSCHUNGSGEMEINSCHAFT URLAUB UND REISEN (FUR), SPHENE CAPITAL

## Schutzgebiete in Deutschland ...

Deutschlandweit gibt über 100 „Nationale Naturlandschaften“, Großschutzgebiete für Landschaft und Natur, aber auch mit Zielen der Erholung, des Fremdenverkehrs und der Bildung. Zu den „Nationalen Naturlandschaften“ zusammengefasst werden

- ⑤ **Nationalparke**, deren Ziel es ist, natürliche und naturnahe Ökosysteme zu schützen, aber dennoch erlebbar zu machen. Unter dem Motto „Natur Natur sein lassen“ bewahren sie die Eigengesetzlichkeiten der Natur und schaffen Rückzugsgebiete für wildlebende Pflanzen und Tiere.
- ⑤ **Naturparke** zum Schutz und der Entwicklung von Kulturlandschaften für die Erholungsnutzung. Ziel ist es, eine nachhaltige Regionalentwicklung zu fördern und Angebote zur Umweltbildung und zur Öffentlichkeitsarbeit zu entwickeln.
- ⑤ **UNESCO Biosphärenreservate** als internationale Modellregionen, in denen eine nachhaltige Landnutzung entwickelt und erprobt sowie exemplarische Erkenntnisse über die Wechselwirkungen zwischen natürlichen und gesellschaftlichen Prozessen gewonnen werden sollen.

## ABBILDUNG X: NATIONALE NATURLANDSCHAFTEN



In Deutschland gibt es 15 Nationalparke mit einem Flächenanteil von 0,57% des Bundesgebietes, 15 Biosphärenreservate mit einem Flächenanteil von etwa 3% und mehr als 100 Naturparke mit einem Gesamtflächenanteil von über 25% (nicht graphisch angezeigt), jeweils ohne maritime Gebiete.

QUELLE: BUNDESAMT FÜR KARTOGRAPHIE UND GEODÄSIE, SPHENE CAPITAL

### ... sind als Besuchermagneten von weit größerer Bedeutung als selbst ...

Zahlen über den Tourismus in den „Nationalen Naturlandschaften“ liegen weder für Europa noch für Deutschland vor. Einen Eindruck über deren Bedeutung als Urlaubsziele vermittelt allerdings eine 2014 veröffentlichte Studie zur wirtschaftlichen Bedeutung des Naturtourismus in Biosphärenreservaten vom Lehrstuhl für Geographie und Regionalforschung der Universität Würzburg, erstellt im Rahmen des Umweltforschungsplanes des BMUB. Demnach zählen die 15 deutschen UNESCO Biosphärenreservate jährlich rund 65 Millionen Besucher. Sie erwirtschaften dabei einen Bruttoumsatz von knapp EUR 3,0 Mrd. Einen wesentlichen Anteil an dem großen Besucherstrom haben Tagestouristen, die mit über 60% die weitaus größte Besuchergruppe in den deutschen UNESCO Biosphärenreservaten darstellen.

### ... die populärsten Freizeitparks in Europa ...

Mit diesen Besucherzahlen sind die naturnahen Freizeitaktivitäten von weit größerer Bedeutung als selbst die populärsten Freizeit- oder Funparks. So zähl-

ten die zehn größten Freizeitparks auf europäischer Ebene im Jahre 2014 mit 42,2 Mio. (+1,3% YoY) rund ein Drittel weniger Besucher als die deutschen UNESCO Biosphärenreservate. Angeführt wird die Liste der attraktivsten Freizeitangebote von Disneyland Paris, das knapp doppelt so viele Besucher anzieht wie der Europa Park in Rust auf Platz 2, gefolgt von den Tivoli Gardens in Kopenhagen.

**TABELLE 9: BESUCHERZAHLEN DER GRÖSSTEN EUROPÄISCHEN FREIZEITPARKS, 2013 VS. 2014**

		2013 (1.000)	2014(1.000)	YoY
Disneyland Park	Paris (FRA)	10.430	9.940	-4,7%
Europa Park	Rust (GER)	4.900	5.000	2,0%
Tivoli Gardens	Kopenhagen (DEN)	4.200	4.478	6,6%
De Efteling	Kaatsheuvel (NED)	4.150	4.400	6,0%
Walt Disney Studio Park	Paris (FRA)	4.470	4.260	-4,7%
Port Aventura	Salou (ESP)	3.400	3.500	2,9%
Liseberg	Göteborg (SWE)	2.860	3.100	8,4%
Gardaland	Castellnuovo/Garda (ITA)	2.700	2.750	1,9%
Alton Towers	Staffordshire (GBR)	2.500	2.575	3,0%
Legoland Windsor	Windsor (GBR)	2.050	2.200	7,3%
<b>Summe</b>		<b>41.660</b>	<b>42.203</b>	<b>1,3%</b>

QUELLE: AIRTIMERS, SPHENE CAPITAL

### ... und auch Deutschland

In Deutschland summierten sich die Besucherzahlen der zehn größten Freizeitparks im Jahr 2014 auf etwa 12 Mio. Besucher. Neben dem Europapark in Rust waren das Lego Land und der Movie Park Germany die bedeutendsten Funparks der letzten Jahre. Insgesamt besuchten im vergangenen Jahr in Deutschland etwa 35 Mio. Menschen einen Freizeitpark.

**TABELLE 10: BESUCHERZAHLEN DER GRÖSSTEN DEUTSCHEN FREIZEITPARKS, 2013 VS. 2014**

		2013 (1.000)	2014 (1.000)	YoY
Europapark	Rust	4.900	5.000	2,0%
Lego Land	Günzburg	1.450*	1.450*	0,0%
Movie Park Germany	Bottrop	1.250	1.300	4,0%
Hansapark	Sierksdorf	1.200	1.300	8,3%
Tripsdill	Cleebronn	670	<700	<4,5%
Holiday Park	Haßloch	555	649*	16,9%
Belantis	Leipzig	520	570	9,6%
Skyline Park	Bad Wörishofen	365	412	12,9%
Ravensburger Spieleland	Meckenbeuren	351	395	12,5%
Saurierpark	Kleinwelka, Bautzen	<200	225	12,5%
<b>Summe**</b>		<b>11.461</b>	<b>12.001</b>	<b>~4,7%</b>

QUELLE: PARKERLEBNIS, SPHENE CAPITAL

\* EIGENE SCHÄTZUNGEN

Dass die Anziehungskräfte der Natur unverändert gegeben sind, zeigen auch die Besucherzahlen deutscher Zoos. Nach Angaben des Verbands der Zoologischen Gärten (VdZ) verzeichneten die 52 der 53 deutschen Mitgliedzoos (ein Zoo war wegen Umbau geschlossen) im vergangenen Jahr rund 33,4 Mio. Besuchereintritte. Damit konnten die Zoos ihre Besucherzahlen seit 2003 trotz des starken Wettbewerbs mit anderen Freizeitattraktionen um durchschnittlich rund 2,1% jährlich steigern.

**TABELLE 11: BESUCHERZAHLEN DEUTSCHER ZOOS (1.000)**

1	Berliner Zoo	3.250	7	Zoo Hannover	1.270
2	Zoo Stuttgart	2.410	8	Berliner Tierpark	1.160
3	Tierpark Hellabrunn, München	2.280	9	Tiergarten Nürnberg	1.070
4	Zoo Leipzig	1.870	10	Tierpark Hagenbeck	1.060
5	Zoo Köln	1.730	11	Zoo Duisburg	1.020
6	Zoo Karlsruhe	1.410	12	Zoo Osnabrück	1.000

QUELLE: STATISTIKA, SPHENE CAPITAL

**Der Markt für Naturerlebniseinrichtungen boomt: In den vergangenen zwölf Jahren wurden in Deutschland 14 Baumwipfelpfade in Betrieb genommen, ein weiterer befindet sich derzeit in Bau. In diesem Jahr dürften diese von über 1,5 Mio. Menschen besucht werden, was nach unserer Einschätzung einem Marktvolumen von etwa EUR 11 Mio. entsprechen dürfte. In Deutschland ist eak mit derzeit drei Baumwipfelpfaden, über 750.000 Besuchern und einem Marktanteil von 49,8% die uneingeschränkte Nummer eins.**

### Zum Jahresende 2016 werden 15 Baumwipfelpfade in Betrieb sein

Derzeit sind in Deutschland 14 Baumwipfelpfade in Betrieb, ein weiterer befindet sich gegenwärtig im Bau. Diese verteilen sich über das ganze Bundesgebiet, wobei das wesentliche Einzugsgebiet im Süden Deutschlands liegt, insbesondere in den Bundesländern Bayern (mit fünf Baumwipfelpfaden), Baden-Württemberg und Hessen (je zwei).

**ABBILDUNG 28: BAUMWIPFELPFADEN IN DEUTSCHLAND**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### eak als unumschränkter Marktführer in Deutschland

Derzeit betreibt eak drei Baumwipfelpfade in Deutschland. Abgesehen von eak mit drei Baumwipfelpfaden in Deutschland betreibt nur ein weiterer Wettbewerber mehr als eine Erlebniseinrichtung. Überdies sind die von Wettbewerbern betriebenen Anlagen durchweg deutlich kleiner als die von eak.

Wettbewerber von eak sind öffentlich-rechtliche Träger, gemeinnützige Institutionen (meist in Form der gGmbH) und private Betreiber.

TABELLE 12: BAUMWIPFELPFADE IN DEUTSCHLAND

	Eröffnung	Länge (m)	Max. Höhe (m)	Hängebrücken	Rutsche	Panoramaturm	Holz/Metall	Gastronomie	Barrierefrei	Parkplätze	Besucher 2015 (1.000 p. a.)	Öffnungszeiten
Fischbach	2003	270	40	✓	✓	x	M	✓	✓	✓	67	Mär-Nov
Hainich	2004	530	40	x	x	x	M	✓	✓	✓	190	Mär-Nov
St. Englmar	2008	370	30	x	x	x	H	✓	✓	✓	95	ganzjährig
Waldkirch	2008	200	23	x	✓	x	H	x	x	x	29	Mär-Nov
Neuschönau	2009	1.300	44	✓	x	✓	H	✓	✓	✓	230	ganzjährig
Edersee	2010	250	30	x	x	x	M	✓	✓	✓	95	Apr-Okt
Skywalk Allgäu	2010	540	40	✓	✓	✓	M	✓	✓	✓	114	Apr-Nov
Hoherodskopf	2012	600	12	✓	x	x	H	✓	x	✓	95	Apr-Okt
Rügen	2013	1.250	40	x	x	✓	H	✓	✓	✓	285	ganzjährig
Ziegelwies	2013	480	21	x	x	x	H	x	✓	✓	76	Mai-Okt
Bad Wildbad	2014	1.250	40	x	✓	✓	H	✓	✓	✓	244	ganzjährig
Harz	2015	1.000	30	x	x	✓	M	✓	✓	✓	n/a	ganzjährig
Panabora	2015e	n/a	34	x	x	✓	H	✓	✓	✓	n/a	ganzjährig
Steigerwald	2016e	1.015	41	x	x	✓	H	✓	✓	✓	n/a	ganzjährig

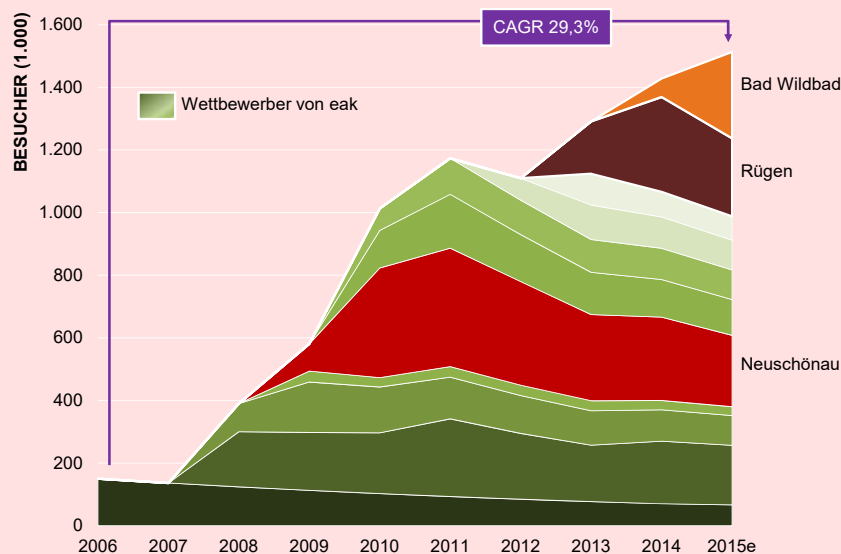
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL      FARBLICHE MARKIERUNGEN: EAK BAUMWIPFELPFAD

**Besucher-Marktanteil von knapp 50% in Deutschland**

Noch deutlicher zeichnet sich die Marktführerschaft von eak bei einer Auswertung der Besucherzahlen ab. Dabei wird ersichtlich, dass eak durch die ganzjährige Betriebstätigkeit sämtlicher Einrichtungen und deren hohe Qualität wesentlich höhere Besucherzahlen aufweist als die anderen Baumwipfelpfade. Bei insgesamt 1,5 Mio. Besuchern in allen 14 Naturerlebniseinrichtungen schätzen wir, dass eak im laufenden Jahr mit rund 758.000 Besuchern in Deutschland einen Marktanteil von 49,8% erreichen wird.

Von Wettbewerbern wird zum Teil noch nicht einmal ein Familienticket angeboten.

ABBILDUNG 29: BESUCHER VON BAUMWIPFELPFADEN IN DEUTSCHLAND



Getrieben von zahlreichen Neueröffnungen lag die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Besucherzahlen von Baumwipfelpfaden in Deutschland im Zeitraum 2006-2015e bei 29,3%.

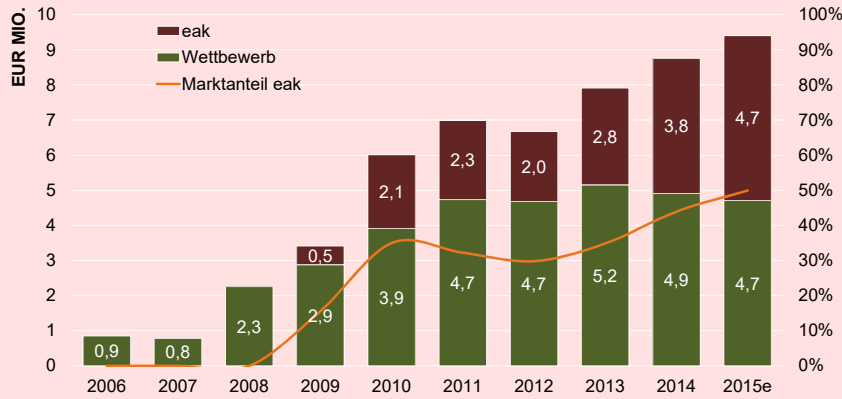
Für das laufende Jahr rechnen wir damit, dass eak in Deutschland mit 758.000 Besuchern einen Marktanteil von 49,8% erreichen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Marktvolumen aus Ticketing liegt 2015e bei etwa EUR 9,4 Mio.

Bei einem von uns unterstellten Ticketpreis von durchschnittlich EUR 6,20 (netto), dürfte sich das gesamte, in Deutschland mit Baumwipfelpfaden erwirtschaftete Marktvolumen im laufenden Jahr auf rund EUR 9,4 Mio. belaufen.

**ABBILDUNG 30: MARKTVOLUMEN AUS TICKETING IN DEUTSCHLAND**



Bei angenommenen Ticketpreisen von durchschnittlich EUR 6,20 (netto) dürfte sich das gesamte, mit Baumwipfelpfaden erwirtschaftete Marktvolumen nach unserer Einschätzung im laufenden Jahr auf knapp EUR 9,4 Mio. belaufen. Der Marktanteil der drei von eak in Deutschland betriebenen Baumwipfelpfaden liegt damit u. E. bei 49,9%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Tschechien als Nachbarland ebenfalls attraktiv

Auch in der Tschechischen Republik ist eak mit einem Baumwipfelpfad vertreten und damit Monopolist.

**TABELLE 13: BAUMWIPFELPFADE IN DER TSCHECHISCHEN REPUBLIK**

	Eröffnung	Länge (m)	Max. Höhe (m)	Hängebrücken	Rutsche	Panoramaturm	Holz/Metall	Gastronomie	Barrierefrei	Parkplätze	Besucher 2015 (1.000 p. a.)	Öffnungszeiten
Lipno	2012	675	40	x	✓	✓	H	✓	✓	✓	340	ganzjährig

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

FARBBLICHE MARKIERUNGEN: EAK BAUMWIPFELPFAD



## Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

eak generiert zum überwiegenden Teil Umsätze durch Eintrittsgelder und zum geringeren Teil aus Merchandising, Gastronomie und Führungen, die gegen Aufwandsentschädigungen geleistet werden. Mittelfristig sollen auch Erlöse aus Komplementoren-Marketing für Dritte hinzukommen. Die Kostenseite wird (wie im Dienstleistungssektor üblich) von Personalaufwendungen dominiert. Insgesamt lagen 2014 die Umsätze bei EUR 5,8 Mio., das Ergebnis vor Steuern erreichte EUR 0,302 Mio. Getrieben durch die ganzjährige Konsolidierung des Baumwipfelpfades Bad Wildbad erwarten wir für das laufende Jahr einen Anstieg der Umsätze auf EUR 6,8 Mio. (+18,1% YoY), das (unbereinigten) Ergebnis nach Steuern erwarten wir bei EUR 0,205 Mio. Für 2016e rechnen wir mit einer Verbesserung von Umsatz und Nachsteuerergebnis auf dann EUR 7,6 Mio. (+11,4% YoY) bzw. EUR 0,380 Mio.

### Erlöse aus Ticketing: Preisschema

In Bezug auf den Erlebniswert und die Aufenthaltsdauer liegen die Eintrittspreise für den Besuch der Naturerlebniseinrichtungen etwa auf dem Niveau vergleichbarer Freizeitaktivitäten. In der Regel gibt es bei eak lediglich vier Preiskategorien: **(1)** Erwachsene, **(2)** Kinder zwischen 6 und 14 Jahren, **(3)** Ermäßigte (Schüler, Studenten, Schwerbehinderte und Gästekarteneinhaber), und **(4)** Familien (zwei Erwachsene und eigene Kinder). Die Eintrittspreise der Baumwipfelpfade bewegen sich zwischen EUR 9,00 und EUR 10,00 für einen erwachsenen Besucher. An allen Standorten gibt es Rabatte für Kinder, Familien, Senioren, Gruppen und Menschen mit Behinderungen. Zudem bietet die Gesellschaft Jahreskarten für den Besuch der Baumwipfelpfade an. Unter konservativer Berücksichtigung eines höheren Anteils an ermäßigten Tickets ergibt sich für die jeweiligen Standorte folgendes Preisschema (vgl. nachstehende Tabelle 14).

Für die Folgejahre rechnen wir an den Standorten Neuschönau und Bad Wildbad mit moderat steigenden durchschnittlichen Eintrittspreisen (vgl. hierzu auch die Detailplanung im Anhang).

Im vergangenen Jahr waren Eintrittsgelder für etwa zwei Drittel und Erlöse aus Merchandising, Gastronomie und sonstigen Aktivitäten für etwa ein Drittel der Konzernerlöse verantwortlich.

TABELLE 14: PREISSCHEMA NACH STANDORT, 2015E

		Neuschönau	Bad Wildbad	Rügen
<b>Eintrittspreis ø, netto</b>	<b>EUR</b>	<b>6,09</b>	<b>6,00</b>	<b>6,38</b>
<b>Eintrittspreis ø, brutto</b>	<b>EUR</b>	<b>7,25</b>	<b>7,14</b>	<b>7,59</b>
Erwachsene	EUR	9,00	9,50	10,00
Kinder (6-14 Jahre)	EUR	6,50	6,50	8,00
Gruppen	EUR	5,25	4,88	5,25

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Erlöse aus Ticketing: Schätzung der Besucherzahlen

Im vergangenen Jahr haben rund 627.000 Personen einen der drei (voll konsolidierten) Naturerlebniseinrichtungen von eak besucht. Zählt man auch die Besucher des Baumwipfelpfades Lipno (2014: 331.000 Besucher) hinzu, an dem eak mit einem Minderheitsanteil von 20% beteiligt ist, kam die gesamte Besucherzahl im vergangenen Jahr knapp an die 1-Mio.-Schwelle heran. Bedingt durch die ganzjährige Konsolidierung des Baumwipfelpfades Bad Wildbad rechnen wir für das laufende Jahr mit einem deutlichen Wachstum der Besucherzahlen in Deutschland auf dann rund 758.000 (+20,9% YoY), die Gesamtbesucherzahlen inklusive Lipno übertreffen dann die Mio.-Schwelle deutlich.

Für die weitere Zukunft haben wir einen durchschnittlichen Rückgang der Besucherzahlen bestehender Standorte von 5,0% pro Jahr modelliert – mit einer Ausnahme: Für den Baumwipfelpfad Bad Wildbad rechnen wir infolge von Umbauarbeiten, wegen derer der Standort in diesem Frühjahr für zwei Wochen geschlossen war, im kommenden Jahr mit leicht steigenden statt fallenden Besucherzahlen. Darüber hinaus erwarten wir in den kommenden vier Jahren, die unsere Detailplanungsphase repräsentieren, die Eröffnung von zwei Naturerlebniseinrichtungen: Saarschleife (2016e) und Usedom (2018e). Unter Zugrundelegung eines durchschnittlichen Besucherrückgangs bestehender Naturerlebnis-

parks in Höhe von 5,0% pro Jahr erwarten wir damit bis 2018e einen Anstieg der Besucherzahlen auf über 1,1 Mio.:

**TABELLE 15: BESUCHERZAHLEN DER STANDORTE**

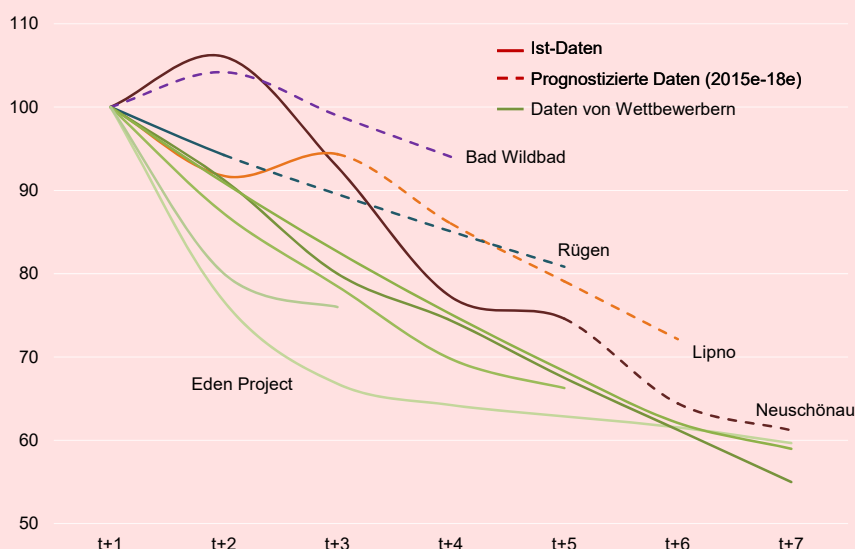
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Gesamtzahl Besucher</b>	<b>Pax</b>	<b>91,2</b>	<b>356,4</b>	<b>377,9</b>	<b>330,7</b>	<b>453,9</b>	<b>626,8</b>	<b>775,2</b>	<b>924,3</b>	<b>996,4</b>	<b>1.125,4</b>
YoY	%	n/a	290,9%	6,1%	-12,5%	37,2%	38,1%	23,7%	19,2%	7,8%	12,9%
<b>Einrichtungen „Solitär“</b>	<b>Pax</b>	<b>91,2</b>	<b>356,4</b>	<b>377,9</b>	<b>330,7</b>	<b>275,2</b>	<b>324,7</b>	<b>488,2</b>	<b>651,7</b>	<b>737,3</b>	<b>879,2</b>
Neuschönau	Pax	91,2	356,4	377,9	330,7	275,2	265,8	233,7	222,0	210,9	200,3
YoY	%	n/a	290,9%	6,1%	-12,5%	-16,8%	-3,4%	-12,1%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
Bad Wildbad	Pax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	58,9	254,5	264,7	251,5	238,9
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	332,1%	4,0%	-5,0%	-5,0%
Saarschleife	Pax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	165,0	275,0	260,0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	66,7%	-5,5%
Usedom	Pax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	180,0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Einrichtungen „Plus“</b>	<b>Pax</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>178,7</b>	<b>302,1</b>	<b>287,0</b>	<b>272,7</b>	<b>259,1</b>	<b>246,2</b>
<b>Naturerbe Zentrum Rügen</b>	<b>Pax</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>178,7</b>	<b>302,1</b>	<b>287,0</b>	<b>272,7</b>	<b>259,1</b>	<b>246,2</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	69,1%	521,2%	-5,0%	-5,0%	-5,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Vergleich der Besucherzahlen mit Eden Project

Wie ist der durchschnittliche Besucherrückgang bei Bestandseinrichtungen in Höhe von 5,0% zu interpretieren? Aus nachfolgender Abbildung 31 wird ersichtlich, dass die Naturerlebniseinrichtungen von eak in den letzten Jahren eine deutlich bessere Entwicklung der Besucherzahlen aufgewiesen haben als das Leuchtturmprojekt „Eden Project“. Für die Zukunft sollten daher rückläufige Besucherzahlen von etwa 5,0% pro Jahr durchaus im Rahmen des Erreichbaren liegen.

**ABBILDUNG 31: EAK-BESUCHERZAHLEN IM VERGLEICH ZU ANDEREN BAUMWIPFELPFADEN**



Die Performance der Besucherzahlen der Naturerlebniszentren von eak liegt bislang ausnahmslos deutlich über der von Eden Project sowie ausgewählten deutschen Wettbewerbern.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

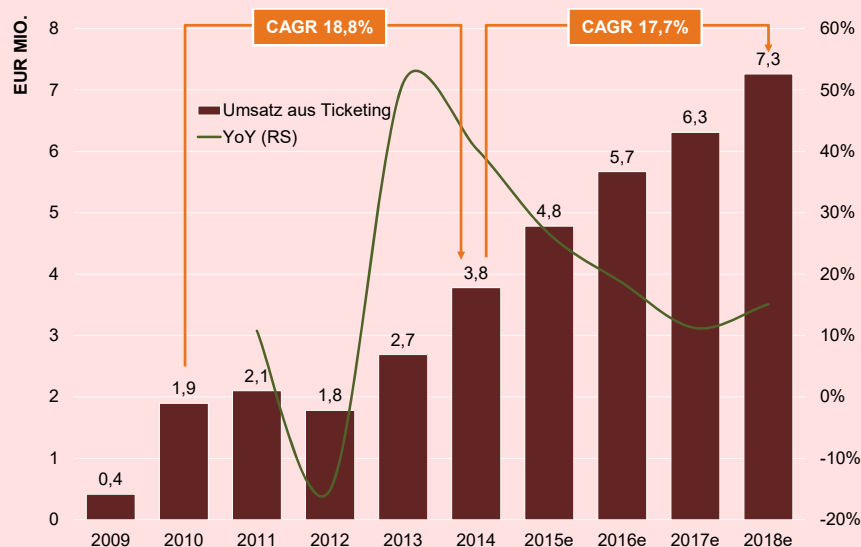
## Umsatzprognose aus Ticketing bis 2018e

Die aktuelle Geschäftsstrategie von eak sieht ein organisches Wachstum aus der Eröffnung weiterer Naturerlebniseinrichtungen vor. Nachdem eak im Durchschnitt der vergangenen vier Jahre bei zwei Neueröffnungen in Rügen (2013) und Bad Wildbad (2014) ein Umsatzwachstum im Kernbereich Ticketing in Höhe von 18,8% realisieren konnte, erscheinen die prognostizierten beiden Neueröffnungen (Saarschleife und Usedom) nicht zu ambitioniert. Daraus lassen sich für die kommenden vier Jahre unserer Detailplanungsphase Umsatzwachstumsraten (beim Ticketing) ableiten, die mit 15,6% vergleichbar den in der Vergangenheit realisierten Wachstumsraten sind.

Wir gehen ferner davon aus, dass eak von externem Wachstum auch nach dem Börsengang Abstand nehmen wird und haben Übernahmen dementsprechend nicht modelliert.

Damit ergeben sich aus dem von uns angesetzten Preis-Mengen-Gerüst für das Jahr 2015e Ticketing-Umsätze von knapp EUR 4,8 Mio. Bis zum Jahr 2018e rechnen wir mit einem Anstieg auf dann rund EUR 7,3 Mio.

ABBILDUNG 32: TICKETING-UMSÄTZE, 2009-18E



Für das laufende Jahr rechnen wir mit Ticketing-Erlösen in Höhe von EUR 4,8 Mio. (+26,6% YoY) und im kommenden Jahr von EUR 5,7 Mio. (+18,6% YoY). Insgesamt rechnen wir bis 2018e mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate im Bereich Ticketing von 17,7%.

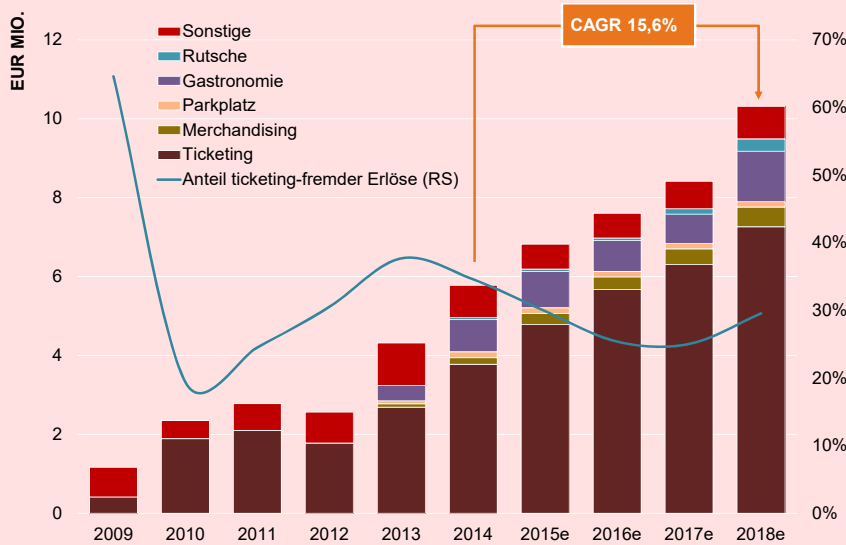
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Prognose der Ticketing-fremden Erlöse bis 2018e

Im vergangenen Jahr wurden mit 65,4% fast zwei Drittel der Konzern Erlöse mit Ticketing erzielt. Das verbleibende Drittel verteilt sich auf Erlöse aus Gastronomie (Umsatzanteil 14,1%), aus Merchandising (2,9%), Parkplatz (2,6%) und Erlöse aus der Benutzung der Rutsche (1,0%). Sonstige Erlöse, unter denen eak Führungen, Erlöse aus Seminare, Events und Teambuilding (S. E. T.) sowie Erlöse der beiden Hochseilgärten subsummiert, beliefen sich im vergangenen Jahr auf EUR 0,8 Mio. bzw. 14,0% der Gesamtjahreserlöse.

An dieser Aufstellung sollte sich in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung wenig verändern, zumal der Großteil der Ticketing-fremden Erlöse wiederum von den Ticketing-Einnahmen selbst abhängig ist. Lediglich die sonstigen Erlöse wie Führungen, Seminare oder Events sind größtenteils unabhängig von den Besucherzahlen, werden jedoch von uns als im Zeitablauf stagnierend modelliert.

**ABBILDUNG 33: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2009-18E**



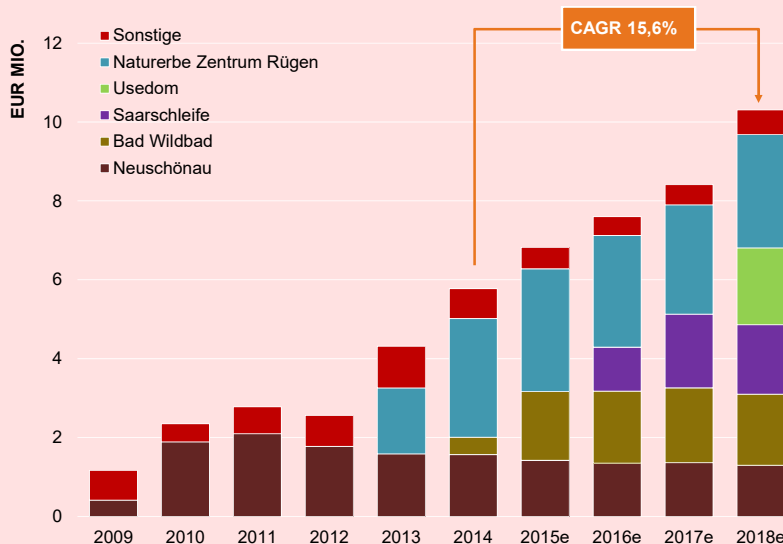
Das Unternehmen generiert etwa zwei Drittel der Konzernerlöse mit Eintrittsgeldern. Das verbleibende Drittel verteilt sich auf Erlöse aus Gastronomie, Merchandising, die Benutzung der Parkplätze und der Rutsche sowie Sonstiges, insbesondere Führungen, Erlöse aus Seminaren, Events und Teambuilding (S. E. T.) sowie Erlöse der beiden Hochseilgärten.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Erlöse nach Standorten

Bezogen auf die einzelnen Standorte können keine ungewöhnlichen Abhängigkeiten festgestellt werden, zumal sich die Bedeutung jedes einzelnen Standorts mit jeder Eröffnung weiterer Standorte ohnehin sukzessive verringert. Seit dem vergangenen Jahr verteilen sich die Erlöse auf drei Standorte, nach der geplanten Eröffnung der Saarschleife in 2016e bzw. Usedom in 2018e auf dann vier bzw. fünf Standorte.

**ABBILDUNG 34: UMSATZ NACH STANDORTEN, 2009-18E**



In den kommenden beiden Jahren rechnen wir mit der Eröffnung der Baumwipfelpfade an der Saarschleife (2016e) und in Usedom (2018e). Nach wie vor sollte jedoch das Naturerbe Zentrum Rügen der umsatzstärkste Standort bleiben.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Ab 2017e rechnen wir mit weiteren Erlösen im europäischen Ausland

Abgesehen von einer 20%igen Minderheitsbeteiligung am Baumwipfelpfad im tschechischen Lipno werden die Erlöse derzeit vollständig im Inland erzielt. Mit einer gerade gegründeten weiteren Gesellschaft in Tschechien (bei Krkonose im

Riesengebirge) kann ab Mitte 2017e mit Erlösen gerechnet werden. Derzeit steht eak überdies in aussichtsreichen Sondierungsgesprächen mit Gemeinden und Partnern in Tschechien, Dänemark, Österreich, Holland und Frankreich, so dass mittelfristig voraussichtlich mit weiteren Erlösen aus Baumwipfelpfaden im Ausland gerechnet werden kann.

**TABELLE 16: ERTRÄGE AUS BETEILIGUNGEN**

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Erträge aus Beteiligungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>
SKS Krkonose	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4
SKS Lipno	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Baumwipfelpfad Valkenburg	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Baumwipfelpfad Dänemark	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Baumwipfelpfad Österreich	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Sonstige	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Personalaufwandsquote von modellimmanent hoher Bedeutung

Die Personalaufwandsquote am Umsatz ist mit durchschnittlich 40,3% (2012-14) für eak von hoher Bedeutung für den Periodenerfolg. Gemessen in Vollzeitäquivalenten beschäftigte eak zum Jahresende 2014 57,5 Mitarbeiter. Der personalintensivste Standort ist Rügen (29 Mitarbeiter), da hier neben einer Gastronomie auch das Umweltinformationszentrum mit Naturlabor und Seminarräumen unterhalten werden muss. Die beiden anderen Standorte Bad Wildbad und Neuschönau liegen mit 9,3 bzw. 5,8 Mitarbeitern deutlich darunter. Die unterschiedliche Mitarbeiterzahl dieser beiden, ansonsten gut vergleichbaren Standorte ergibt sich aus der Nähe des Standorts Neuschönau zum Firmensitz in Bad Kötzting, auf den u. a. die Buchhaltung des nahe gelegenen Standorts Neuschönau ausgelagert wurde.

Insofern haben wir eine in Relation zum Umsatz gleichbleibende Personalaufwandsquote modelliert, die in den Jahren 2015e-18e um die 40%-Marke oszillieren sollte.

### Stagnierende Materialaufwandsquote

Materialaufwendungen entstehen insbesondere aus dem Wareneinsatz in der Gastronomie und im Merchandising. Da diese beiden Geschäftsfelder nicht an allen Standorten vertreten sind, hat sich die Materialaufwandsquote in den letzten beiden Jahren sukzessive auf zuletzt 13,5% verringert. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem weiteren Rückgang auf dann 11,9%, ein Niveau, das wir in etwa auch für die folgenden Jahre erwarten.

### Sonstiger betrieblicher Aufwand in 2015e von IPO-Kosten belastet

Unter den sonstigen betrieblichen Aufwendungen finden sich vor allem die klassischen betrieblichen Aufwendungen (insbesondere Miet- und Pacht aufwendungen, Werbe- und Reisekosten sowie Versicherungs- und Instandhaltungskosten). Im vergangenen Geschäftsjahr lagen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit EUR 1,7 Mio. bei 29,5% der Umsatzerlöse. Mit dem von uns erwarteten Anstieg des Geschäftsvolumens gehen wir in den folgenden Jahren von einer zum Umsatz deutlich unterproportionalen Entwicklung aus; bis 2018e rechnen wir mit einem Rückgang der Quote auf 22,8%.

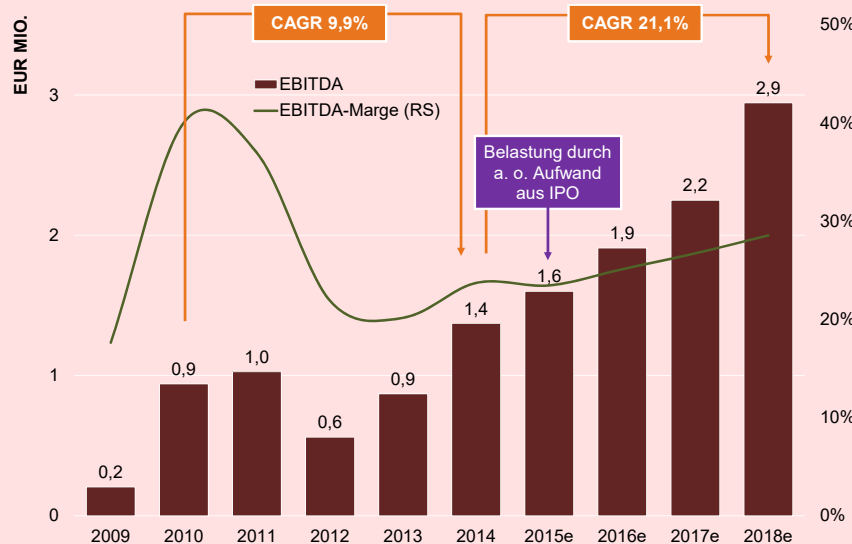
Einziges Ausnahmefall von diesem Trend ist das Jahr 2015e, das von den Kosten des Börsengangs von geschätzten EUR 0,3 Mio. belastet sein dürfte. Aus diesem Grund rechnen wir für das laufende Jahr mit einem einmaligen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwandsquote auf 29,6%.

### Anhaltende Verbesserung von EBITDA und EBIT erwartet

In den vergangenen drei Jahren konnte eak das EBITDA sukzessive bis auf zuletzt EUR 1,4 Mio. (2014) steigern. Die EBITDA-Margen lagen dementsprechend in einer engen Bandbreite zwischen 20,2% und 23,7%.

Auch die einmaligen Kosten des Börsengangs werden dieser positiven Ergebnisentwicklung keinen echten Knick zufügen können. So rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr trotz der Einmalbelastungen des Börsengangs in Höhe von EUR 0,3 Mio. mit einem weiteren Anstieg des EBITDA auf EUR 1,6 Mio. (+16,8% YoY). Für die folgenden drei Jahre erwarten wir einen Anstieg des EBITDA auf mehr als EUR 2,9 Mio. (2018e). Bezogen auf die Umsatzerlöse entspricht dies einem erwarteten Anstieg der EBITDA-Marge auf 28,6% (2018e) von 23,7% in 2014.

**ABBILDUNG 35: EBITDA (LS) UND EBITDA-MARGE (RS)**



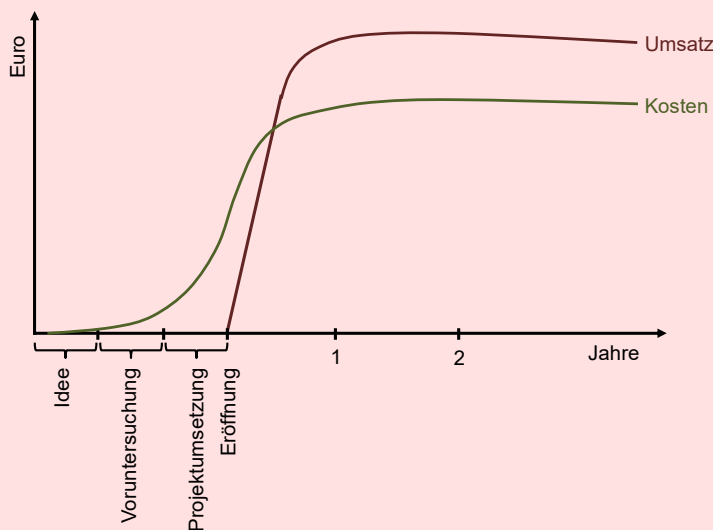
Im vergangenen Jahr konnte das EBITDA auf rund EUR 1,4 Mio. (Vorjahr EUR 0,9 Mio.) verbessert werden. Die EBITDA-Marge belief sich dementsprechend auf 23,7% nach 20,2% in 2013. Der in den folgenden Jahren erwartete Ergebnisanstieg ist insbesondere auf die Umsatzausweitung und die damit verbundenen Skaleneffekte zurückzuführen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Break-Even neuer Naturerlebnisparks im Jahr der Inbetriebnahme**

Die variablen Kosten eines in Betrieb genommenen Baumwipfelpfades sind verhältnismäßig gering und betreffen im Wesentlichen angelernte Mitarbeiter.

**ABBILDUNG 36: IDEALTYPISCHER KOSTEN- UND ERLÖSVERLAUF**



Ab dem dritten Jahr nach der Inbetriebnahme werden von eak jährliche Wartungskosten von 1,0% veranschlagt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Dementsprechend wird der Break-Even eines neuen Baumwipfelpfades in der Regel nur wenige Monate nach seiner Inbetriebnahme erwartet. Die Lebenserwartung einer Naturerlebnisanlage wird auf mindestens 15 bis 20 Jahre geschätzt, vergleichbare Holzbauten sind teilweise mehr als 50 Jahre in Betrieb. Finanzierung und Abschreibung erfolgen derzeit über einen Zeitraum von zehn Jahren.

### **In der Vergangenheit auf allen Ertragsebenen stets profitabel**

Zum Jahresende 2014 lag die Nettoverschuldung von eak bei EUR 4,8 Mio. Diese setzte sich aus Bankverbindlichkeiten in Höhe von EUR 5,7 Mio. und einer Liquiditätsposition in Höhe von knapp EUR 1,0 Mio. zusammen. Das Zinsergebnis lag im vergangenen Jahr bei rund EUR -0,1 Mio. Der Geschäftsplan sieht den sukzessiven Aufbau neuer Naturerlebniseinrichtungen vor, so dass wir im Prognosezeitraum einen deutlichen Anstieg der Nettoverschuldung auf dann EUR 9,9 Mio. (2018e) modellieren. Trotz dieser Ausweitung des Gearing sollte sich das Zinsergebnis nur unmaßgeblich verschlechtern. Wir rechnen bis 2018e mit einem Zinsaufwand von EUR -0,3 Mio. Die EBIT-Interest Coverage Ratio liegt dann bei 3,2x (2014: 3,2x), woraus wir ein synthetisches Rating von BB ableiten.

Trotz eines kapitalintensiven Geschäftsmodells und einer überschaubaren Nettoverschuldung ergeben sich zwischen EBITDA und Ergebnis vor Steuern nur geringfügige Abzugspositionen.

Daher rechnen wir beim Ergebnis vor Steuern, dass sich dieses im Gleichklang mit dem operativen Ergebnis entwickelt. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Anstieg des (um IPO-Kosten) bereinigten Vorsteuerergebnisses auf EUR 0,6 Mio. (Vj. EUR 0,3 Mio.). Ohne Bereinigung der Emissionskosten erwarten wir für das laufende Jahr ein Ergebnis vor Steuern in Höhe von knapp EUR 0,3 Mio.

Bis 2018e sollte sich das Ergebnis vor Steuern auf bis zu EUR 1,7 Mio. verbessern. Dies entspricht einer Vorsteuerrendite von 16,6%, eine Größenordnung, die in den Jahren 2010 und 2011 aufgrund von Sondereffekten im Personalbestand bereits erreicht bzw. sogar deutlich überschritten worden war.

### **Rückläufige Steuerquote infolge von ausländischen Beteiligungserträgen**

Da das Unternehmen in der Vergangenheit stets profitabel war, sind auch keine steuerlichen Verlustvorträge aufgelaufen. Die Steuerquote lag in den letzten beiden Jahren stets bei 31,1% bzw. 31,3%. In den kommenden Jahren rechnen wir jedoch mit erheblichen Erträgen aus ausländischen Beteiligungen, die eak in Zusammenarbeit mit lokalen Partnern aufzubauen plant. Da diese Erträge aus Gewinnzuweisungen aus Beteiligungen an Kapitalgesellschaften bereits im Ausland mit den jeweiligen Steuersätzen versteuert wurden, sind in Deutschland nur 5% der Erträge zu versteuern. Mit anderen Worten: Die Beteiligungserträge gehen zu rund 98,5% in den Jahresüberschuss ein – was in den kommenden Jahren auf Konzernebene mit einer deutlich rückläufigen Steuerquote verbunden sein sollte.

### **Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie**

Ohne eine einzige Ausnahme war eak in den vergangenen sechs Jahren profitabel. So schwankte das Ergebnis vor Steuern in diesem Zeitraum zwischen EUR 0,1 Mio. und EUR 0,6 Mio. – mit stets steigender Tendenz.

In den kommenden drei Jahren sollte sich das Nettoergebnis auf bis zu EUR 1,5 Mio. (2018e) verbessern.

Nach Steuern ergab sich 2014 ein Ergebnis von EUR 0,2 Mio., einen Wert, den wir trotz der Aufwendungen aus dem Börsengang auch für dieses Jahr erwarten. Bereinigt um die IPO-Kosten rechnen wir für das laufende Jahr mit einem Nettoergebnis in Höhe von EUR 0,5 Mio. Für die Folgejahre rechnen wir mit einem kontinuierlichen und (infolge rückläufiger Steuerquote überproportionalen) Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf dann bis zu EUR 1,5 Mio. (2018e).

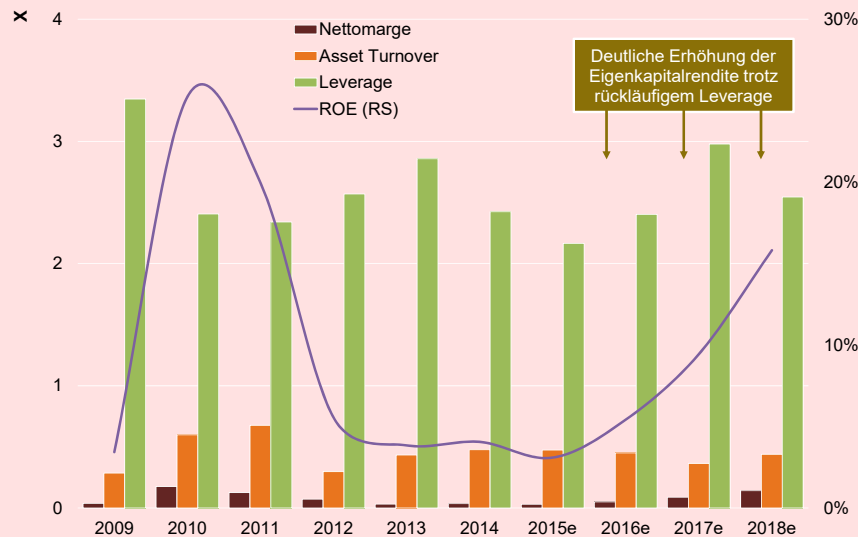
### **Capex von erheblicher Bedeutung**

eak betreibt ein sehr kapitalintensives Geschäftsmodell. Die Investitionen in die Naturerlebniseinrichtungen in Neuschönau (EUR 3,5 Mio. inklusive den Erweiterungen in 2015), Bad Wildbad im Schwarzwald (EUR 4,7 Mio.) und Rügen (EUR 12,9 Mio., davon EUR 5,1 Mio. für den Baumwipfelpfad) summieren sich auf EUR 13,3 Mio. In den kommenden drei Jahren rechnen wir mit dem Aufbau von mindestens zwei weiteren Baumwipfelpfaden (Saarschleife und Usedom), was Capex in Höhe von zusammen voraussichtlich EUR 10,7 Mio. zur Folge haben sollte. Darüber hinaus rechnen wir mit Investitionen in Beteiligungen (Tschechien, Holland, Dänemark und Österreich), was bis 2018e Capex von insgesamt EUR 3,4 Mio. nach sich ziehen würde.

## Deutlich steigende Eigenkapitalrendite erwartet

Die Eigenkapitalrendite lag in den vergangenen Geschäftsjahren stets im positiven Bereich, in den Jahren 2010 und 2011 sogar jenseits der 20%-Marke. Dies zeigt, dass eak im Normalzustand ein grundsätzlich wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Aus nachstehender Abbildung 37 wird ersichtlich, dass wir für die kommenden drei Jahre mit einem Anstieg der Eigenkapitalrendite auf dann 15,8% rechnen:

ABBILDUNG 37: ROE



Seit jeher ist eak ein für Eigenkapitalgeber wertschöpfendes Unternehmen. Im laufenden Jahr erhöht die Eigenkapitalrendite aufgrund der mit dem IPO verbundenen Aufwendungen einen leichten Knick, bevor sie sich in den folgenden Jahren wieder den Niveaus von 2010 annähern sollte.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN

## Wir rechnen bis 2017e nicht mit Dividendenzahlungen

Abgesehen von den Jahren 2010 und 2011 hat eak in der Vergangenheit keine Dividende an seine Aktionäre bzw. Gesellschafter ausgeschüttet. Investitionen in das zukünftige Wachstum stehen aus unserer Sicht klar im Vordergrund der Gewinnverwendung. Wir gehen daher bis 2017e nicht von einer Ausschüttung aus, sondern rechnen in den kommenden beiden Jahren mit einer Thesaurierung der erwirtschafteten Erträge.

eak dürfte bis 2017e keine Dividende ausschütten.

## Net Working Capital

Das Geschäftsmodell weist eine weitere Besonderheit auf: Das Working Capital war in den vergangenen Jahren stets negativ. Abgesehen von Sachanlageinvestitionen muss Wachstum also nicht von der Gesellschaft finanziert werden. Ursächlich hierfür sind die hohen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, wohingegen Vorräte und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen bei eak keine besondere Rolle spielen. Bei einem deutlich ansteigenden Geschäftsvolumen lag die Quote aus Net Working Capital zu Umsatz im vergangenen Jahr bei -12,0%.

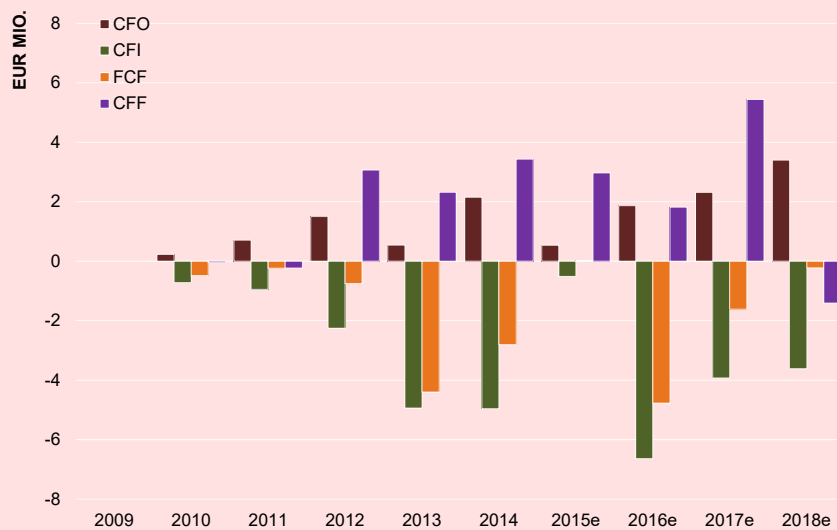
In der Vergangenheit lagen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen jeweils unter den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Dies hatte ein negatives Working Capital zur Folge.

## Cashflow von erheblichen Investitionen geprägt

Im Durchschnitt der vergangenen drei Jahre wurden jährlich EUR 3,0 Mio. in den Auf- und Ausbau des Sachanlagevermögens investiert. Damit lagen die freien Cashflows in den vergangenen Jahren stets im negativen Bereich. Finanziert wurden die Liquiditätsabflüsse aus vier Quellen: (1) durch erhebliche positive operative Cashflows (2012-14: EUR 4,2 Mio.), (2) den Aufbau von Bankverbindlichkeiten (2012-14: EUR 3,9 Mio.), (3) durch staatliche Zuschüsse (2012-14: EUR 2,2 Mio.) und (4) aus Kapitalerhöhungen.



**ABBILDUNG 38: ENTWICKLUNG DER CASHFLOWS**



Im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre konnte eak operative Cashflows in Höhe von EUR 1,0 Mio. pro Jahr erwirtschaften. Die Mittelabflüsse des investiven Cashflows beliefen sich in diesem Zeitraum auf durchschnittlich EUR 2,8 Mio. pro Jahr. Die Finanzierungslücke konnte durch Bankverbindlichkeiten (EUR 0,8 Mio. p. a.), Kapitalerhöhungen (EUR 0,3 Mio. p. a.) und Zuschüsse (0,4 Mio. p. a.) geschlossen werden.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Management Guidance

Bereits vor dem Börsengang wurde vom Management eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr ausgesprochen, die ebenfalls bemerkenswert, infolge guter Besucherzahlen im saisonal wichtigen dritten Quartal bereits vor dem Börsengang angehoben werden konnte.

**TABELLE 15: MANAGEMENT GUIDANCE**

		2014	2015e	Δ
Umsätze	EUR Mio.	5,775	6,820	18,1%
EBITDA	EUR Mio.	1,370	1,600	16,8%
EBIT	EUR Mio.	0,414	0,420	1,4%
EBIT (adjustiert)	EUR Mio.	0,414	0,760	83,6%
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	0,202	0,205	1,5%
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	1,375	1,568	n/a
Ergebnis je Aktie	EUR	0,15	0,13	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,3</b>
YoY	%	n/a	101,7%	18,4%	-7,9%	68,5%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
in % der Umsatzerlöse	%	0,9%	0,6%	0,6%	1,8%	1,3%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,8
in % der Umsatzerlöse	%	-36,2%	-11,3%	-13,0%	-16,0%	-18,1%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>
in % der Umsatzerlöse	%	75,8%	89,8%	90,0%	88,8%	86,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,4	-0,6	-0,8	-1,1	-1,8
in % der Umsatzerlöse	%	-31,1%	-25,6%	-29,8%	-41,3%	-41,8%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sozialabgaben	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-1,1
in % der Umsatzerlöse	%	-27,1%	-24,1%	-23,3%	-25,6%	-24,5%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>
in % der Umsatzerlöse	%	17,6%	40,0%	37,0%	21,9%	20,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	-0,5
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
in % der Umsatzerlöse	%	8,0%	27,3%	20,3%	9,2%	7,5%
YoY	%	n/a	592,3%	-12,1%	-58,1%	37,8%
<b>Erträge aus Beteiligungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
SKS Krkonose	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SKS Lipno	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baumwipfelpfad Valkenburg	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baumwipfelpfad Dänemark	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baumwipfelpfad Österreich	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
in % der Umsatzerlöse	%	4,8%	24,4%	17,7%	9,5%	4,6%
YoY	%	n/a	937,1%	-14,1%	-50,5%	-17,7%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
EE-Steuerquote	%	-20,9%	-27,8%	-28,2%	-22,2%	-31,3%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	0,226	0,226	0,226	0,306	0,306
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,19</b>	<b>0,83</b>	<b>1,05</b>	<b>0,61</b>	<b>0,44</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>10,3</b>
YoY	%	33,8%	18,1%	11,4%	10,7%	22,5%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
in % der Umsatzerlöse	%	2,2%	1,8%	0,7%	0,6%	0,5%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,5</b>	<b>10,5</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2
in % der Umsatzerlöse	%	-13,5%	-11,9%	-11,3%	-10,7%	-11,3%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>9,3</b>
in % der Umsatzerlöse	%	91,0%	91,0%	90,8%	90,8%	90,5%
Personalaufwand	EUR Mio.	-2,2	-2,6	-3,1	-3,4	-4,0
in % der Umsatzerlöse	%	-37,9%	-37,9%	-40,8%	-40,0%	-39,2%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	0,0	-2,2	0,0	0,0	0,0
Sozialabgaben	EUR Mio.	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-1,7	-2,0	-1,9	-2,0	-2,3
in % der Umsatzerlöse	%	-29,5%	-29,6%	-24,9%	-24,0%	-22,8%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>
in % der Umsatzerlöse	%	23,7%	23,5%	25,1%	26,7%	28,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-1,0	-1,2	-1,3	-1,6	-1,9
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>
in % der Umsatzerlöse	%	7,2%	6,2%	8,0%	8,3%	10,6%
YoY	%	27,2%	1,5%	44,9%	14,9%	56,4%
<b>Erträge aus Beteiligungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>
SKS Krkonose	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4
SKS Lipno	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Baumwipfelpfad Valkenburg	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Baumwipfelpfad Dänemark	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Baumwipfelpfad Österreich	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Sonstige	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>
in % der Umsatzerlöse	%	5,2%	3,8%	6,5%	10,3%	16,6%
YoY	%	50,4%	-13,8%	91,0%	74,6%	97,3%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
EE-Steuerquote	%	-31,1%	-21,2%	-23,4%	-15,6%	-14,9%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	1,375	1,568	1,568	1,568	1,568
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,15</b>	<b>0,13</b>	<b>0,24</b>	<b>0,47</b>	<b>0,93</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Sachanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,1</b>	<b>6,4</b>
Grundstücke	EUR Mio.	0,0	0,3	0,5	0,7	1,1
Technische Anlagen	EUR Mio.	2,5	2,5	2,3	2,1	4,4
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,1	0,3	0,4	0,4	0,7
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	1,8	0,1
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO	d	0	0	21	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
DSO	d	22	8	5	11	7
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,5	2,5
Kasse	EUR Mio.	1,1	0,6	0,1	2,4	0,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>8,6</b>	<b>10,0</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>
Eigenkapitalquote	%	29,5%	41,2%	42,4%	38,8%	34,9%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,0	1,0	1,0	2,4	2,4
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,4	0,6
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,0	0,4	0,4	0,2	0,1
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>4,5</b>	<b>6,4</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	2,0	2,0	2,0	3,6	5,9
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,8	0,1	0,2	0,8	0,3
Tage	d	252	18	20	116	28
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>8,6</b>	<b>10,0</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

## Bilanz, 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,8</b>	<b>10,1</b>	<b>15,4</b>	<b>17,8</b>	<b>19,6</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Sachanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,2</b>	<b>9,5</b>	<b>12,6</b>	<b>13,9</b>	<b>15,7</b>
Grundstücke	EUR Mio.	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
Technische Anlagen	EUR Mio.	8,3	7,8	11,0	9,8	14,4
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	2,7	0,0
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,3	0,3	2,6	3,7	3,7
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,3</b>	<b>4,3</b>	<b>1,4</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
DIO	d	6	47	63	60	69
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DSO	d	3	3	3	4	4
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Kasse	EUR Mio.	1,0	3,9	1,0	4,8	3,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,3</b>	<b>14,5</b>	<b>17,0</b>	<b>23,2</b>	<b>23,5</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,0</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9,2</b>
Eigenkapitalquote	%	40,7%	45,7%	41,3%	33,4%	39,1%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Kapitalrücklage	EUR Mio.	2,6	3,9	3,9	3,9	3,9
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	0,7	0,9	1,2	1,5	2,3
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,2	0,2	0,4	0,7	1,5
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>9,6</b>	<b>15,1</b>	<b>13,8</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	5,7	7,3	9,1	14,5	13,1
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	n/a	1,5	1,3	1,0	0,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,9	0,1	0,2	0,2	0,2
Tage	d	55	8	8	7	8
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,3</b>	<b>14,5</b>	<b>17,0</b>	<b>23,2</b>	<b>23,5</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Bilanz (normalisiert), 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>67,4%</b>	<b>80,7%</b>	<b>88,8%</b>	<b>64,9%</b>	<b>69,4%</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	<b>0,5%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>63,5%</b>	<b>76,1%</b>	<b>78,2%</b>	<b>58,9%</b>	<b>63,6%</b>
Grundstücke	%	0,0%	7,5%	11,8%	8,5%	11,2%
Technische Anlagen	%	60,8%	62,2%	55,2%	24,8%	44,5%
Andere Anlagen	%	2,8%	6,4%	8,6%	4,8%	6,9%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	2,6%	20,8%	1,0%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>3,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,6%</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	0,0%	0,8%	0,7%	0,3%	0,3%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	1,7%
Beteiligungen	%	1,8%	1,8%	7,8%	3,7%	3,2%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	1,5%	1,5%	1,7%	0,7%	0,3%
Sonstige Ausleihungen	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>31,5%</b>	<b>18,4%</b>	<b>10,3%</b>	<b>34,7%</b>	<b>30,2%</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	1,6%	0,9%	0,8%	0,4%	1,2%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	1,7%	1,3%	0,8%	0,9%	0,9%
Sonstige Forderungen	%	1,4%	1,6%	5,5%	5,4%	24,8%
Kasse	%	26,9%	14,5%	2,6%	28,0%	3,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,1%	0,9%	0,8%	0,4%	0,4%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>29,5%</b>	<b>41,2%</b>	<b>42,4%</b>	<b>38,8%</b>	<b>34,9%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	5,5%	5,7%	5,4%	3,5%	3,1%
Kapitalrücklage	%	23,6%	24,5%	23,5%	27,9%	24,2%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,5%	0,5%	0,2%	0,2%
Gewinn-Verlustvortrag	%	-0,5%	0,0%	4,5%	4,9%	6,1%
Jahresüberschuss	%	1,0%	10,4%	8,5%	2,2%	1,3%
<b>Rückstellungen</b>	%	<b>0,6%</b>	<b>5,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>1,0%</b>
Steuerrückstellungen	%	0,1%	3,8%	0,2%	0,0%	0,1%
Sonstige Rückstellungen	%	0,6%	1,4%	1,9%	8,7%	1,0%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>69,7%</b>	<b>53,7%</b>	<b>55,5%</b>	<b>52,6%</b>	<b>64,1%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	49,1%	49,9%	47,6%	42,0%	59,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	19,8%	2,9%	3,8%	9,6%	3,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,9%	0,9%	4,1%	1,0%	1,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

## Bilanz (normalisiert), 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>87,8%</b>	<b>69,5%</b>	<b>90,8%</b>	<b>76,7%</b>	<b>83,1%</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	<b>0,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>83,1%</b>	<b>65,6%</b>	<b>74,1%</b>	<b>59,9%</b>	<b>66,5%</b>
Grundstücke	%	9,3%	7,5%	6,1%	4,2%	3,9%
Technische Anlagen	%	67,7%	54,0%	64,9%	42,2%	61,2%
Andere Anlagen	%	5,9%	4,0%	3,0%	1,7%	1,3%
Geleistete Anzahlungen	%	0,2%	0,1%	0,1%	11,7%	0,1%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>4,5%</b>	<b>3,8%</b>	<b>16,7%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,6%</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	2,6%	2,2%	15,3%	15,8%	15,6%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	1,5%	1,3%	1,1%	0,8%	0,9%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>10,8%</b>	<b>29,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>22,8%</b>	<b>16,4%</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	1,0%	0,7%	0,9%	0,6%	0,9%
Vorräte	%	0,1%	0,7%	0,9%	0,6%	0,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
Sonstige Forderungen	%	1,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
Kasse	%	7,8%	27,2%	5,8%	20,8%	13,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,3%	1,0%	0,7%	0,5%	0,4%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>40,7%</b>	<b>45,7%</b>	<b>41,3%</b>	<b>33,4%</b>	<b>39,1%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	11,2%	10,8%	9,2%	6,8%	6,7%
Kapitalrücklage	%	21,6%	26,8%	22,9%	16,8%	16,6%
Gewinnrücklagen	%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Gewinn-Verlustvortrag	%	6,1%	6,5%	6,8%	6,6%	9,6%
Jahresüberschuss	%	1,7%	1,4%	2,2%	3,2%	6,2%
<b>Rückstellungen</b>	%	<b>1,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,3%</b>
Steuerrückstellungen	%	0,3%	0,0%	0,6%	0,4%	0,8%
Sonstige Rückstellungen	%	0,6%	0,8%	1,3%	1,1%	1,4%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>58,3%</b>	<b>53,5%</b>	<b>56,8%</b>	<b>65,0%</b>	<b>58,6%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	46,9%	50,1%	53,5%	62,6%	55,7%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	7,2%	1,0%	1,0%	0,8%	1,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	4,2%	2,4%	2,3%	1,7%	1,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Cashflow-Statement, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	0,4	0,4	0,2	0,1
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	0,3	0,5	0,3	0,5
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	-0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,2	-0,2	0,4
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,1	-0,1	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,7	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	-0,7	0,0	0,7	-0,5
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,1	-0,1	0,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,3	-0,1	-0,1
Investitionen in IAV	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV	EUR Mio.	n/a	-0,7	-0,7	-2,2	-1,8
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	-3,1
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-4,9</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-4,4</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,1	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	1,4	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	1,7	2,3
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	-0,5	-0,5	2,3	-2,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	1,1	0,6	0,1	2,4
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>2,4</b>	<b>0,3</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						



## Cashflow-Statement, 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,2	0,2	0,4	0,7	1,5
Abschreibungen	EUR Mio.	1,0	1,2	1,3	1,6	1,9
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,6	-0,7	0,0	0,0	0,1
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	-2,3	-1,1	0,0
Investitionen in IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV	EUR Mio.	-5,0	-0,5	-4,4	-2,9	-3,6
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-5,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,6</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,2</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	1,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,2	1,3	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,1	1,5	1,8	5,4	-1,4
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>5,4</b>	<b>-1,4</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,6	3,0	-3,0	3,8	-1,6
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,3	1,0	3,9	1,0	4,8
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,2</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Segmente, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,3</b>
<b>Baumwipfelpfade</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>
Baumwipfelpfad Neuschönau	EUR Mio.	0,4	1,9	2,1	1,8	1,6
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baumwipfelpfad Saarschleife	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baumwipfelpfad Usedom	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baumwipfelpfad tbd	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Naturerbe Zentrum Rügen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7
Naturerlebniseinrichtung tbd	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Sonstige Erlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>
S. E. T.	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Hochseilpark Schönberg/Straubing	EUR Mio.	0,2	0,1	0,3	0,3	0,2
Sonstige	EUR Mio.	0,4	0,2	0,3	0,3	0,6
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>101,7%</b>	<b>18,4%</b>	<b>-7,9%</b>	<b>68,5%</b>
<b>Baumwipfelpfade</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>359,3%</b>	<b>10,8%</b>	<b>-15,2%</b>	<b>83,1%</b>
Baumwipfelpfad Neuschönau	%	n/a	359,3%	10,8%	-15,2%	-10,8%
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Baumwipfelpfad Saarschleife	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Baumwipfelpfad Usedom	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Naturerbe Zentrum Rügen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Sonstige Erlöse</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>-39,5%</b>	<b>49,9%</b>	<b>14,6%</b>	<b>35,3%</b>
S. E. T.	%	n/a	12,4%	20,9%	17,3%	40,8%
Hochseilpark Schönberg/Straubing	%	n/a	-35,3%	86,1%	-0,4%	-15,9%
Sonstige	%	n/a	-55,1%	42,0%	27,6%	71,4%
<b>Anteile</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Baumwipfelpfade</b>	<b>%</b>	<b>35,4%</b>	<b>80,6%</b>	<b>75,5%</b>	<b>69,5%</b>	<b>75,5%</b>
Baumwipfelpfad Neuschönau	%	35,4%	80,6%	75,5%	69,5%	36,8%
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Baumwipfelpfad Saarschleife	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Baumwipfelpfad Usedom	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Naturerbe Zentrum Rügen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	38,7%
<b>Sonstige Erlöse</b>	<b>%</b>	<b>64,6%</b>	<b>19,4%</b>	<b>24,5%</b>	<b>30,5%</b>	<b>24,5%</b>
S. E. T.	%	9,4%	5,3%	5,4%	6,8%	5,7%
Hochseilpark Schönberg/Straubing	%	18,7%	6,0%	9,4%	10,2%	5,1%
Sonstige	%	36,4%	8,1%	9,7%	13,5%	13,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Segmente, 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>10,3</b>
<b>Baumwipfelpfade</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,0</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>	<b>9,7</b>
Baumwipfelpfad Neuschönau	EUR Mio.	1,6	1,4	1,4	1,4	1,3
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	EUR Mio.	0,4	1,7	1,8	1,9	1,8
Baumwipfelpfad Saarschleife	EUR Mio.	0,0	0,0	1,1	1,9	1,8
Baumwipfelpfad Usedom	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9
Baumwipfelpfad tbd	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Naturerbe Zentrum Rügen	EUR Mio.	3,0	3,1	2,8	2,8	2,9
Naturerlebniseinrichtung tbd	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Sonstige Erlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
S. E. T.	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Hochseilpark Schönberg/Straubing	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige	EUR Mio.	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>33,8%</b>	<b>18,1%</b>	<b>11,4%</b>	<b>10,7%</b>	<b>22,5%</b>
<b>Baumwipfelpfade</b>	<b>%</b>	<b>54,0%</b>	<b>25,1%</b>	<b>13,5%</b>	<b>10,9%</b>	<b>22,6%</b>
Baumwipfelpfad Neuschönau	%	-1,2%	-9,2%	-5,0%	0,9%	-5,0%
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	%	n/a	292,5%	4,8%	3,8%	-5,0%
Baumwipfelpfad Saarschleife	%	n/a	n/a	n/a	68,2%	-5,5%
Baumwipfelpfad Usedom	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Naturerbe Zentrum Rügen	%	79,8%	3,5%	-8,9%	-2,2%	3,8%
<b>Sonstige Erlöse</b>	<b>%</b>	<b>-28,3%</b>	<b>-28,5%</b>	<b>-12,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>20,4%</b>
S. E. T.	%	15,7%	-2,7%	8,0%	3,3%	3,2%
Hochseilpark Schönberg/Straubing	%	-23,9%	-28,1%	-24,3%	15,4%	-4,8%
Sonstige	%	-48,3%	-52,8%	-41,0%	17,6%	100,0%
<b>Anteile</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Baumwipfelpfade</b>	<b>%</b>	<b>86,9%</b>	<b>92,0%</b>	<b>93,7%</b>	<b>93,9%</b>	<b>94,0%</b>
Baumwipfelpfad Neuschönau	%	27,1%	20,9%	17,8%	16,2%	12,6%
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	%	7,7%	25,6%	24,0%	22,5%	17,5%
Baumwipfelpfad Saarschleife	%	0,0%	0,0%	14,6%	22,2%	17,1%
Baumwipfelpfad Usedom	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	18,9%
Naturerbe Zentrum Rügen	%	52,0%	45,6%	37,3%	32,9%	27,9%
<b>Sonstige Erlöse</b>	<b>%</b>	<b>13,1%</b>	<b>8,0%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,0%</b>
S. E. T.	%	4,9%	4,1%	3,9%	3,7%	3,1%
Hochseilpark Schönberg/Straubing	%	2,9%	1,8%	1,2%	1,2%	1,0%
Sonstige	%	5,3%	2,1%	1,1%	1,2%	1,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente (alternativ), 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,3</b>
Ticketing	EUR Mio.	0,4	1,9	2,1	1,8	2,7
Merchandising	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Parkplatz	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Gastronomie	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Rutsche	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	EUR Mio.	0,8	0,5	0,7	0,8	1,1
Kontrolle	EUR Mio.	1,2	2,3	2,8	2,6	4,3
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>101,7%</b>	<b>18,4%</b>	<b>-7,9%</b>	<b>68,5%</b>
Ticketing	%	n/a	359,3%	10,8%	-15,2%	51,1%
Merchandising	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Parkplatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Gastronomie	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rutsche	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige	%	n/a	-39,5%	49,9%	14,6%	38,2%
<b>Anteile</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Ticketing	%	35,4%	80,6%	75,5%	69,5%	62,3%
Merchandising	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
Parkplatz	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%
Gastronomie	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,9%
Rutsche	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige	%	64,6%	19,4%	24,5%	30,5%	25,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

## Segmente (alternativ), 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>10,3</b>
Ticketing	EUR Mio.	3,8	4,8	5,7	6,3	7,3
Merchandising	EUR Mio.	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Parkplatz	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Gastronomie	EUR Mio.	0,8	0,9	0,8	0,7	1,3
Rutsche	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3
Sonstige	EUR Mio.	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8
Kontrolle	EUR Mio.	5,8	6,8	7,6	8,4	10,3
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>33,8%</b>	<b>18,1%</b>	<b>11,4%</b>	<b>10,7%</b>	<b>22,5%</b>
Ticketing	%	40,5%	26,6%	18,6%	11,2%	15,1%
Merchandising	%	88,6%	69,1%	13,7%	23,7%	26,6%
Parkplatz	%	104,3%	-1,1%	-5,3%	-5,0%	1,3%
Gastronomie	%	110,8%	12,9%	-14,8%	-5,0%	72,2%
Rutsche	%	n/a	3,7%	4,0%	117,3%	126,7%
Sonstige	%	-25,0%	-22,2%	-1,0%	11,6%	17,4%
<b>Anteile</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Ticketing	%	65,4%	70,1%	74,6%	75,0%	70,5%
Merchandising	%	2,9%	4,1%	4,2%	4,7%	4,9%
Parkplatz	%	2,6%	2,2%	1,8%	1,6%	1,3%
Gastronomie	%	14,1%	13,5%	10,3%	8,8%	12,4%
Rutsche	%	1,0%	0,9%	0,8%	1,6%	3,0%
Sonstige	%	14,0%	9,2%	8,2%	8,3%	7,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Key Data</b>						
Umsatz	EUR Mio.	1,2	2,3	2,8	2,6	4,3
Rohhertrag	EUR Mio.	0,9	2,1	2,5	2,3	3,7
EBITDA	EUR Mio.	0,2	0,9	1,0	0,6	0,9
EBIT	EUR Mio.	0,1	0,6	0,6	0,2	0,3
EBT	EUR Mio.	0,1	0,6	0,5	0,2	0,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	0,4	0,4	0,2	0,1
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		11,7	19,7	24,3	27,5	46,1
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	EUR	0,19	0,83	1,05	0,61	0,44
BVPS	EUR	5,41	7,23	7,79	10,97	11,41
CFPS	EUR	n/a	1,03	3,14	4,90	1,77
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					
Performance bis Kursziel	%					
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	%	17,6%	40,0%	37,0%	21,9%	20,2%
EBIT-Marge	%	8,0%	27,3%	20,3%	9,2%	7,5%
EBT-Marge	%	4,8%	24,4%	17,7%	9,5%	4,6%
Netto-Marge	%	3,6%	17,5%	12,6%	7,3%	3,1%
FCF-Marge	%	n/a	-20,6%	-8,6%	-29,5%	-102,0%
ROE	%	3,4%	25,2%	20,0%	5,5%	3,8%
NWC/Umsatz	%	-58,4%	-1,2%	-2,4%	-27,8%	-2,8%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	99.805,2	119.007,9	114.466,8	93.235,8	93.577,4
Pro-Kopf-EBIT	EUR	7.939,8	32.493,6	23.199,2	8.591,5	7.050,6
Capex/Umsatz	%	n/a	-29,5%	-24,8%	-85,0%	-42,0%
<b>Wachstumsraten</b>						
Umsatz	%	n/a	101,7%	18,4%	-7,9%	68,5%
Rohhertrag	%	n/a	138,7%	18,7%	-9,2%	64,1%
EBITDA	%	n/a	358,0%	9,2%	-45,4%	55,1%
EBIT	%	n/a	592,3%	-12,1%	-58,1%	37,8%
EBT	%	n/a	937,1%	-14,1%	-50,5%	-17,7%
Nettoergebnis	%	n/a	883,7%	-14,8%	-47,0%	-28,0%
EPS	%	n/a	344,9%	27,7%	-42,3%	-28,0%
CFPS	%	n/a	n/a	205,5%	55,8%	-63,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

## Auf einen Blick I, 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Key Data</b>						
Umsatz	EUR Mio.	5,8	6,8	7,6	8,4	10,3
Rohertrag	EUR Mio.	5,3	6,2	6,9	7,6	9,3
EBITDA	EUR Mio.	1,4	1,6	1,9	2,2	2,9
EBIT	EUR Mio.	0,4	0,4	0,6	0,7	1,1
EBT	EUR Mio.	0,3	0,3	0,5	0,9	1,7
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,2	0,2	0,4	0,7	1,5
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		57,5	63,0	76,3	80,2	101,0
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	7,49	7,49	7,49	7,49
EPS	EUR	0,15	0,13	0,24	0,47	0,93
BVPS	EUR	3,63	4,23	4,48	4,94	5,87
CFPS	EUR	1,56	0,34	1,19	1,47	2,17
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					13,50
Performance bis Kursziel	%					80,2%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	%	23,7%	23,5%	25,1%	26,7%	28,6%
EBIT-Marge	%	7,2%	6,2%	8,0%	8,3%	10,6%
EBT-Marge	%	5,2%	3,8%	6,5%	10,3%	16,6%
Netto-Marge	%	3,5%	3,0%	5,0%	8,7%	14,1%
FCF-Marge	%	-48,6%	0,4%	-62,8%	-19,2%	-2,2%
ROE	%	4,1%	3,1%	5,4%	9,4%	15,8%
NWC/Umsatz	%	-12,0%	2,0%	2,6%	2,5%	3,1%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	100,5	108,3	99,6	104,9	102,0
Pro-Kopf-EBIT	EUR	7,2	6,7	8,0	8,7	10,8
Capex/Umsatz	%	-85,8%	-7,8%	-57,4%	-33,9%	-35,1%
<b>Wachstumsraten</b>						
Umsatz	%	33,8%	18,1%	11,4%	10,7%	22,5%
Rohertrag	%	40,9%	18,1%	11,2%	10,6%	22,2%
EBITDA	%	57,4%	16,8%	19,3%	17,8%	30,9%
EBIT	%	27,2%	1,5%	44,9%	14,9%	56,4%
EBT	%	50,4%	-13,8%	91,0%	74,6%	97,3%
Nettoergebnis	%	51,0%	1,3%	85,6%	92,4%	99,0%
EPS	%	-66,4%	-11,1%	85,6%	92,4%	99,0%
CFPS	%	-11,7%	-78,0%	245,7%	24,0%	47,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Auf einen Blick II, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	2,6	3,0	3,2	5,1	6,4
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6
Umlaufvermögen	EUR Mio.	1,3	0,7	0,4	3,0	3,0
Eigenkapital	EUR Mio.	1,2	1,6	1,8	3,4	3,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,9	2,3	2,4	5,3	6,5
EK-Quote	%	29,5%	41,2%	42,4%	38,8%	34,9%
Gearing	%	75,2%	85,8%	106,1%	36,1%	160,8%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,7	0,0	-0,1	-0,7	-0,1
Asset Turnover	x	0,3	0,6	0,7	0,3	0,4
EBITDA-ICR	x	4,4	12,9	13,3	6,7	6,6
<b>Enterprise Value</b>						
Anzahl Aktien	1.000	226	226	226	306	306
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nettoverschuldung	EUR Mio.	0,9	1,4	1,9	1,2	5,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Cashflow</b>						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	n/a	0,2	0,7	1,5	0,5
Investiver Cashflow	EUR Mio.	n/a	-0,7	-0,9	-2,3	-4,9
Free Cashflow	EUR Mio.	n/a	-0,5	-0,2	-0,8	-4,4
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,2	3,1	2,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						



## Auf einen Blick II, 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	10,2	9,5	12,6	13,9	15,7
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	0,6	2,8	3,9	3,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	1,3	4,3	1,4	5,3	3,9
Eigenkapital	EUR Mio.	5,0	6,6	7,0	7,8	9,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	7,3	7,9	10,0	15,5	14,3
EK-Quote	%	40,7%	45,7%	41,3%	33,4%	39,1%
Gearing	%	96,1%	50,0%	115,2%	125,2%	107,8%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,7	0,1	0,2	0,2	0,3
Asset Turnover	x	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EBITDA-ICR	x	10,7	6,0	7,6	7,5	8,7
<b>Enterprise Value</b>						
Anzahl Aktien	1.000	1.375	1.568	1.568	1.568	1.568
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	11,7	11,7	11,7	11,7
Nettoverschuldung	EUR Mio.	4,8	3,3	8,1	9,7	9,9
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	15,1	19,8	21,5	21,7
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	2,21	2,61	2,55	2,10
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	9,4	10,4	9,5	7,4
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	35,9	32,6	30,7	19,8
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	57,3	30,9	16,1	8,1
KBV Schlusskurs	x	n/a	1,8	1,7	1,5	1,3
FCF-Yield	%	n/a	0,2%	-40,6%	-13,7%	-1,9%
Dividendenrendite	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	2,2	0,5	1,9	2,3	3,4
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-5,0	-0,5	-6,6	-3,9	-3,6
Free Cashflow	EUR Mio.	-2,8	0,0	-4,8	-1,6	-0,2
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	3,4	3,0	1,8	5,4	-1,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Wetterdaten eak-Standorte, 2005-15

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Temperaturmittel</b>												
Neuschönau	°C	8,2	8,8	9,8	9,4	9,2	8,0	9,3	9,2	8,9	10,2	9,6
Schwarzwald	°C	9,4	9,9	10,3	9,9	9,9	8,8	10,6	10,1	9,4	11,1	12,0
Rügen	°C	8,9	9,5	9,6	9,5	8,8	7,6	8,8	8,5	8,7	10,0	9,4
<b>Rel. Durchschnitt</b>												
Neuschönau	°C	-0,4	0,2	1,2	0,8	0,6	-0,6	0,7	0,6	0,3	1,6	1,1
Schwarzwald	°C	0,0	0,5	0,9	0,5	0,5	-0,6	1,2	0,7	0,0	1,7	1,6
Rügen	°C	0,4	1,0	1,1	1,0	0,3	-0,9	0,3	0,0	0,2	1,5	0,6
<b>Niederschlag</b>												
Neuschönau	l/qm	699	732	772	669	728	n/a	654	750	679	n/a	347
Schwarzwald	l/qm	711	721	768	747	766	639	569	678	711	697	328
Rügen	l/qm	474	538	707	472	460	733	714	485	511	557	301
<b>Rel. Durchschnitt</b>												
Neuschönau	%	92%	97%	102%	88%	96%	n/a	86%	99%	90%	n/a	73%
Schwarzwald	%	99%	100%	107%	104%	107%	89%	79%	94%	99%	97%	67%
Rügen	%	87%	98%	129%	87%	84%	134%	131%	89%	94%	102%	89%
<b>Sonnenschein</b>												
Neuschönau	h	1.730	1.828	1.967	1.809	n/a	1.664	1.896	1.793	1.559	n/a	1.204
Schwarzwald	h	1.829	1.938	1.970	1.777	1.815	1.649	2.080	1.914	1.645	1.798	1.341
Rügen	h	2.146	1.975	1.875	1.996	1.985	1.784	1.955	1.924	1.953	1.921	1.503
<b>Rel. Durchschnitt</b>												
Neuschönau	%	101%	106%	114%	105%	n/a	97%	110%	104%	91%	n/a	105%
Schwarzwald	%	107%	113%	115%	104%	106%	96%	122%	112%	96%	105%	103%
Rügen	%	115%	106%	100%	107%	106%	95%	105%	103%	104%	111%	106%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL												

## DCF-Modell

		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>10,3</b>	<b>11,9</b>	<b>13,2</b>	<b>14,1</b>	<b>14,6</b>	<b>15,0</b>	<b>15,2</b>	<b>15,3</b>	<b>15,4</b>	<b>15,5</b>	<b>15,6</b>	<b>15,7</b>
YoY	%	18,1%	11,4%	10,7%	22,5%	15,9%	10,6%	6,6%	3,9%	2,2%	1,3%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>
EBIT-Marge	%	6,2%	8,0%	8,3%	10,6%	11,7%	12,7%	13,8%	14,9%	16,0%	17,0%	18,1%	19,2%	20,2%	21,3%	15,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,5	1,0	1,2	1,5	1,7	1,9	2,1	2,2	2,4	2,6	2,7	2,9	2,0
EBIT-Marge inkl. Beteiligungen	%	7,6%	9,7%	13,8%	19,8%	21,8%	23,8%	25,8%	27,8%	29,8%	31,8%	33,8%	35,8%	37,8%	39,8%	28,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-0,7
Steuerquote (τ)	%	21,2%	23,4%	15,6%	14,9%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>3,6</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-0,5	-6,6	-3,9	-3,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,4
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>-6,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,3</b>
WACC	%	6,6%	6,5%	6,8%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%
Diskontierungssatz	%	100,0%	93,9%	87,9%	82,3%	77,1%	72,4%	68,0%	63,9%	60,2%	56,7%	53,4%	50,5%	47,7%	45,1%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>-6,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-12,0														
in % des Enterprise Values	%	-46,3%														
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	17,4														
in % des Enterprise Values	%	67,0%														
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	20,6														
in % des Enterprise Values	%	79,3%														
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,9</b>														
Finanzschulden	EUR Mio.	-5,7														
Cash	EUR Mio.	1,0														
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>21,2</b>														
Anzahl Aktien	Mio.	1,6														
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,50</b>														
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN																

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

## Disclaimer

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

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

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

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

## Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

### Risiko Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit

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

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

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

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

## Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

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

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

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

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

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

#### Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen:

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
10.12.2015	13,50	Buy	1, 8
16.11.2015	n/a	n/a	1, 8
15.10.2015	n/a	n/a	1, 2, 8

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

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

##### Informationsquellen

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

##### Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

##### Erklärung des Erstellers dieser Studie

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