

## Erlebnis Akademie

Reuters: EADG.DE

Bloomberg: EAD GY

### Rekordjahr weiter im Visier

Deutlich steigende Besucherzahlen am Standort Rügen konnten die von anhaltendem Schlechtwetter belasteten Standorte in Süddeutschland überkompensieren. In Verbindung mit rückläufigen Aufwandsquoten konnte zum Halbjahr die Ertragslage gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum deutlich verbessert werden. Nach der Eröffnung eines weiteren Baumwipfelpfades an der Saarschleife ist die Erlebnis Akademie nach u. E. auf gutem Weg, die für 2016 avisierten Umsatz- und Ertragsziele zu erreichen. Aus unserem DCF-Entity-Modell errechnen wir ein unverändertes Kursziel von EUR 13,50 je Aktie und bekräftigen unser Buy-Rating für die Aktien der Erlebnis Akademie AG.

#### H1/2016 im Überblick

Erwartungsgemäß hat das schlechte Wetter in Süddeutschland im ersten Halbjahr 2016 die Geschäftsentwicklung belastet: So lagen die **Besucherzahlen** in den Baumwipfelpfaden in Bad Wildbad und Neuschönau nach sechs Monaten mit -12,6% und -4,4% merklich unter ihren Vorjahreswerten. Wetterbedingt deutlich über ihren Vorjahreswerten lagen dagegen die Besucherzahlen im Naturerbe Zentrum Rügen: Im vierten Jahr nach der Eröffnung konnten mit einem Zuwachs von 15,0% neue Rekordbesucherzahlen vermeldet werden. Konzernweit wurden die drei Naturerlebniseinrichtungen der eak im ersten Halbjahr damit von 274.000 Personen besucht. Das erreichte Wachstum von 0,1% ist auf den ersten Blick wenig beeindruckend, kann aber nach u. E. nicht hoch genug geschätzt werden, da Naturerlebniseinrichtungen in der Regel im zweiten Jahr nach der Inbetriebnahme ihre jeweiligen Besucherhöchstwerte erreichen und in den anschließenden Jahren sukzessive an Attraktivität verlieren. Dass eak dieses „Naturgesetz“ durchbrechen konnte, verdeutlicht nicht nur die hohe Attraktivität und Nachhaltigkeit der gewählten Standorte, sondern auch die hohe Bedeutung der regionalen Diversifikation für den Unternehmenserfolg.

Mit EUR 2,449 Mio. lagen die **Erlöse** leicht (-0,9%) unter ihren Vorjahreswerten. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass diese Werte um die zwischenzeitlich eingestellten Trimm-Dich-Pfad-Aktivitäten („fitalPARC“) überzeichnet waren; nach deren Bereinigung hätte sich auch beim Umsatz im Jahresvergleich ein leichter Anstieg eingestellt.

Auch die Ertragslage konnte im Jahresvergleich verbessert werden. So stieg das **operative Ergebnis (EBIT)** auf EUR -0,575 Mio. an (Vorjahr EUR -0,700 Mio.). Hauptverantwortlich für die Ergebnisverbesserung ist der rückläufige Materialaufwand, der im Vorjahr noch von Wareneinkäufen für die fitalPARCs belastet war.

TABELLE 1: ECKDATEN DES ERSTEN HALBJAHRES IM VERGLEICH

		H1/2015	H1/2016	Δ
Umsatz	EUR Mio.	2,471	2,450	-0,9%
Rohertrag	EUR Mio.	2,161	2,266	4,9%
EBITDA	EUR Mio.	-0,103	0,024	n/a
EBIT	EUR Mio.	-0,700	-0,575	17,8%
EBT	EUR Mio.	-0,781	-0,641	17,8%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,783	-0,644	17,8%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 6,70

Kursziel: EUR 13,50 (unverändert)

ISIN/WKN: DE0001644565 / 164456

Indizes: -

Transparenzlevel: m:access

Gewichtete Anzahl Aktien: 1,6 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 10,5 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~500 Stück

Q3/2016: November 2016

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

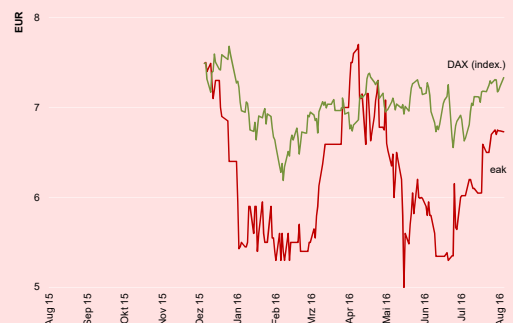
% vom Umsatz	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	23,7%	24,6%	26,5%	28,1%
EBIT (ohne Bet.)	7,2%	7,6%	9,9%	10,1%
EBT	5,2%	6,8%	8,4%	12,0%
EAT	3,5%	5,2%	6,3%	9,9%

Je Aktie/EUR	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,15	0,23	0,31	0,54
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	4,30	4,31	4,62	5,16
Cashflow	1,56	0,61	1,08	1,55

%	2014	2015	2016e	2017e
EK-Quote	45%	52%	42%	34%
Gearing	65%	47%	108%	116%

x	2014	2015	2016e	2017e
KGV	n/a	27,5	21,3	12,4
EV/Umsatz	n/a	1,9	2,3	2,3
EV/EBITDA	n/a	7,7	8,9	8,2
KBV	n/a	1,5	1,5	1,3

EUR Mio.	2016e	2017e
Guidance: Umsatz	7,8	-
Guidance: EBITDA	2,3	-



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

## Saarschleife planmäßig eröffnet, weitere Standorte in Planung

Am 23. Juli wurde der Baumwipfelpfad an der Saarschleife eröffnet, für den annualisierte Besucherzahlen von rund 200.000 veranschlagt werden. Auch die Vorbereitungen für die Umsetzung eines weiteren Baumwipfelpfads im tschechischen Krokonoše (Johannisbad), der mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von rund EUR 6,6 Mio. das bisher größte Projekt in der eak-Geschichte sein wird, verlaufen nach Angaben plangemäß. Baustelleneinrichtung und Baubeginn erfolgen noch in diesem Monat, die Eröffnung ist für Frühsommer 2017 geplant. Ein weiterer Pfad ist nahe der niederländischen Stadt Valkenburg geplant.

ABBILDUNG 1: STANDORT SAARSCHLEIFE

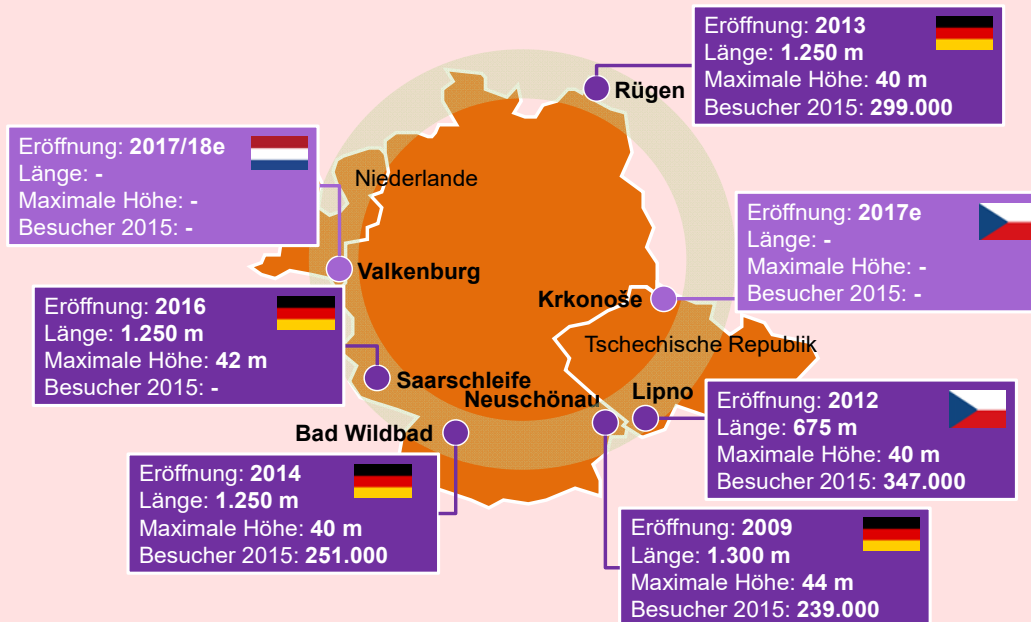


Baumwipfelpfade sind auf Plattformen und Stegen in der Höhe angelegte Lehrpfade, die die Besucher vom Boden bis in den Kronenbereich eines Waldes führen. Dabei werden die Besucher durch klassische Lehrpfadelemente und erlebnisorientierte Stationen unterhalten und mit den grundlegenden ökologischen Zusammenhängen des Waldes bzw. des Baumes vertraut gemacht. Den Höhepunkt und Abschluss eines Pfades bildet bei eak grundsätzlich ein Aussichtsturm mit 360°-Panoramablick auf die Umgebung.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Aus nachfolgender Abbildung wird ersichtlich, dass eak die Standorte bewusst zur Diversifikation auswählt, um von der Wetterlage einzelner Regionen unabhängig zu werden:

ABBILDUNG 2: KONSEQUENTE UMSETZUNG DER STANDORTDIVERSIFIZIERUNG



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Für eak ist die Standortdiversifikation von entscheidender Bedeutung

Dass der Aufbau weiterer Standorte für eak von entscheidender Bedeutung ist, verdeutlichen die aktuellen Wetterdaten (vgl. nachstehende Tabelle 2) und deren Auswirkungen auf die Besucherzahlen. Dabei wird ersichtlich, dass sich Niederschlagsmenge und Sonnenscheindauer, die für die Besucherfrequenz der eak-Einrichtungen von hoher Bedeutung sind, im ersten Halbjahr an den beiden Standorten Bad Wildbad und Neuschönau erheblich verschlechtert haben. So hat sich die Niederschlagsmenge an diesen beiden Standorten im Vergleich zum Vorjahr um 110,1 bzw. 107,9 Liter je Quadratmeter erhöht, gleichzeitig ist die Sonnenscheindauer um 209 bzw. 77 Stunden zurückgegangen.

Der Rückgang an den beiden süddeutschen Standorten konnte jedoch durch den norddeutschen Standort Rügen überkompensiert werden, wo sich die Niederschlagsmenge bei längerer Sonnenscheindauer erkennbar verringerte.

**TABELLE 2: WETTERDATEN UND BESUCHERZAHLEN DER EAK-STANDORTE**

		H1/15	H1/16	YoY
<b>Temperaturmittel</b>				
Baumwipfelpfad Neuschönau	°C	7,7	8,1	0,4
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	°C	8,5	8,6	0,1
Naturerbe Zentrum Rügen	°C	6,8	7,0	0,2
<b>Niederschlagsmenge</b>				
Baumwipfelpfad Neuschönau	l/qm	291	399	107,9
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	l/qm	278	388	110,1
Naturerbe Zentrum Rügen	l/qm	225	145	-80,0
<b>Sonnenscheindauer</b>				
Baumwipfelpfad Neuschönau	h	895	819	-77
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	h	942	733	-209
Naturerbe Zentrum Rügen	h	1.067	1.092	25
<b>Besucherzahlen</b>				
		<b>274.108</b>	<b>274.260</b>	<b>0,1%</b>
Baumwipfelpfad Neuschönau	h	86.789	82.965	-4,4%
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	h	87.366	76.394	-12,6%
Naturerbe Zentrum Rügen	h	99.953	114.901	15,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, WETTERKONTOR, SPHENE CAPITAL

## Bestätigung der Management-Guidance 2016e

Für das laufende Geschäftsjahr wurde die Guidance bestätigt, wonach das Management mit einem Umsatz von ca. EUR 7,8 Mio. (+12,0% YoY), einem EBIT von ca. EUR 0,8 Mio. und einem EBITDA von EUR 2,3 Mio. (+29,3% YoY) rechnet.

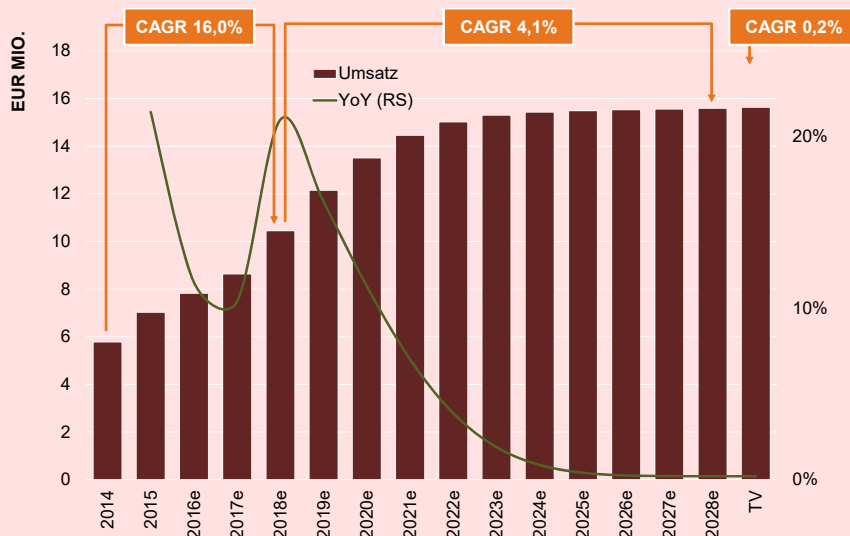
**Nach der Veröffentlichung des Halbjahresberichts haben wir unser dreistufiges DCF-Entity-Modell überarbeitet und bestätigen unser Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 13,50 je Aktie (Base-Case-Szenario). Bear- und Bull-Case-Szenarien liefern ebenfalls Kursziele, die deutlich über dem gestrigen Schlusskurs liegen. Mit einem Base-Case-Kurspotenzial von 101,5% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Erlebnis Akademie AG.**

## Basisannahmen für das 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 3: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 16,0% bzw. 4,1%. Für die Phase des Terminal Value haben wir ein Wachstum in Höhe der aktuellen risikofreien Zinsen langlaufender Bundesanleihen unterstellt.

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 die detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen unseres integrierten Prognosemodells bis zum Jahr 2018e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2014-18e in Höhe von 16,0%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige Grobplanungsphase), die 2028e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 4,1% 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 die Erzielung von Überrenditen per Definition nicht mehr möglich und Wachstum daher nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken sinnvoll ist, setzen wir als Wachstumsrate der Freien Cashflows den quasi-risikolosen Zins langlaufender Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,2% an.

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

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** (ohne Berücksichtigung von Beteiligungserträgen) von 11,8% in 2018e auf 13,5% in 2028e (Peak Margins unseres Modells) infolge rückläufiger Erweiterungsinvestitionen sukzessive deutlich verbessern sollten;
- ⑤ dass schwerpunktmäßig im Ausland erzielte **Beteiligungserträge** nach Ende der Detailplanungsphase mit derselben Rate wachsen wie auch die operativen Erträge im Inland, diesen allerdings keine operativen Aufwendungen gegenüberstehen;
- ⑤ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 13,5% (bzw. inklusive Berücksichtigung der Beteiligungserträge bei 23,7%) liegen;
- ⑤ ein tendenziell konservativ eingestuftes Fundamental-**beta** von 1,1, das wir in Ermangelung statistisch relevanter Börsenkurse aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren abgeleitet haben:

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

**TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA**

Diversifizierungsgrad	0,10
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	0,05
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,00
Markt-beta	1,00
<b>Fundamental-beta</b>	<b>1,10</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊕ 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 Ersatzinvestitionen in bestehende Standorte, nicht jedoch mit Erweiterungsinvestitionen aus dem Aufbau zusätzlicher Neueröffnungen.
- ⊕ dass sich der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode mit 17,8% über dem in der Detailplanungsphase zuletzt zu beobachtenden Durchschnittswert einpendelt;
- ⊕ eine EBIT-Interest Coverage Ratio 2015 von 4,9x, die wir aus einem um die Kosten des Börsengangs bereinigten EBIT von EUR 0,874 Mio. und einem Zinsaufwand von EUR 0,180 Mio. errechnen; daraus leiten wir ein synthetisches Rating von A ab. Unterstellen wir ferner eine Recovery Rate von 35%, errechnet sich daraus eine **Ausfallwahrscheinlichkeit** des Unternehmens im Terminal Value von 2,3% pro Jahr.

**TABELLE 4: WACC (2018E)**

<b>Kosten des Eigenkapitals nach CAPM</b>		<b>10,7%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,2%
Beta		1,1
Erwartete Risikoprämie (geometrische Mittelwert)	%	9,5%
<b>Small Cap-Prämie</b>	%	<b>3,0%</b>
Management-Prämie	%	2,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	30,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	%	<b>4,1%</b>
<b>Kosten der Verschuldung</b>		<b>2,1%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,2%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	2,3%
Grenzsteuersatz	%	16,1%
Zielkapitalstruktur	%	70,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	%	<b>1,5%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	%	<b>5,6%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ⊕ dass die von eak in 2018e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 5,6% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,1 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,2%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten

Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 9,5% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 3,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (2,0%) und einer (aus dem aktuellen Börsenumsatz abgeleiteten) Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem von uns ermittelten synthetischen Unternehmens-Rating von A sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 2,3% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass eak eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 30%/70% anstrebt;

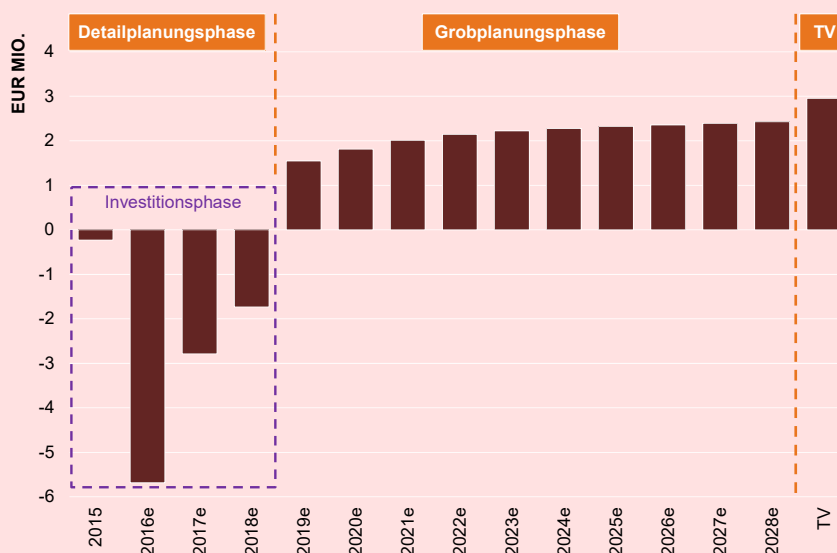
- ⊕ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger); dies betrifft insbesondere die Jahre der Detailplanungsphase, für die aufgrund der hohen Investitionen in Sachanlagen und Beteiligungen erhebliche negative Free Cashflows erwartet werden.
- ⊕ dass eak in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen leichten Rückgang der WACC von 5,6% (2018e) auf dann 5,2% (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. nachstehende Abbildung 4) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2015 bis 2028e.

Erkennbar ist, wie die Anfangs- oder Detailplanungsphase von den erheblichen Investitionen in den Aufbau weiterer Naturerlebniseinrichtungen belastet sein werden, 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 Rückgangs der Reinvestitionsquote einen Anstieg der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes stellt.

ABBILDUNG 4: FREIE CASHFLOWS TO THE FIRM (FCFF)



Während der Detailplanungsphase der Jahre 2015 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 21,1 Mio.

Der Enterprise Value der eak liegt in unserem Modell bei EUR 20,8 Mio. Aus diesem werden etwa 85,5% über den Terminal Value abgeleitet, 57,9% bzw. -43,5% 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 Naturerlebnis-einrichtungen und der Gründung von Beteiligungen im Ausland. Abzüglich der Nettoverschuldung von EUR 3,1 Mio. (per Ende 2015) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 21,1 Mio. Bezogen auf 1,568 Mio. Aktien entspricht dies einem Kursziel von EUR 13,50 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt einen Wert des Eigenkapitals von EUR 21,2 Mio.

**TABELLE 5: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-10,6
in % des Gesamtwertes	%	-43,5%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	14,1
in % des Gesamtwertes	%	57,9%
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	20,8
in % des Gesamtwertes	%	85,5%
<b>Summe der Barwerte (Enterprise Value)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>24,3</b>
Finanzschulden (per Q3/2015)	EUR Mio.	-5,5
Excess Cash (per Q3/2015)	EUR Mio.	2,3
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>21,1</b>
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	1.568
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>13,50</b>
Aktueller Kurs	EUR	6,70
Performance bis Kursziel	%	101,5%

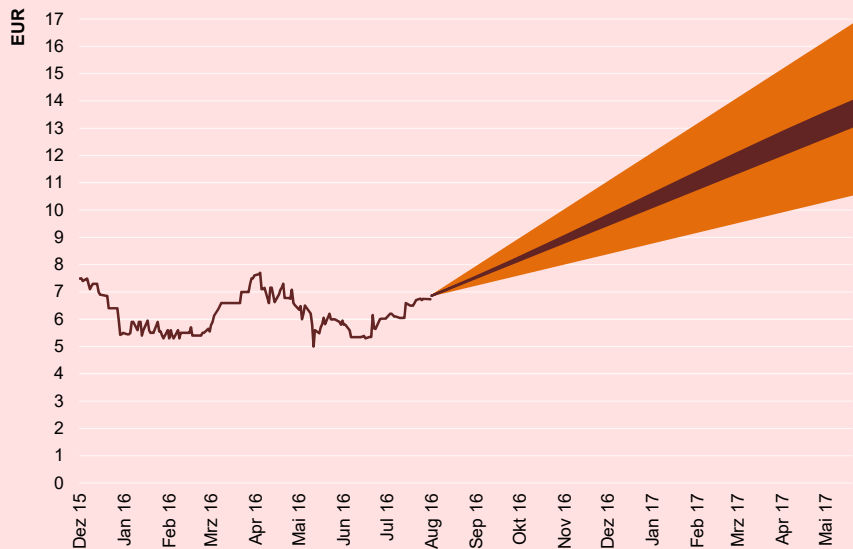
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### 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 13,5% um 300 Basispunkte auf 10,5% und das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf -0,1% von 0,2%. 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 -3,20 je Aktie auf EUR 10,30 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 0,5% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 16,5% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir den Wert des Eigenkapitals um EUR 3,20 auf EUR 16,70 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall einen Wert des Eigenkapitals von EUR 10,30 je Aktie und im optimistischen Fall von EUR 16,70 je Aktie.

ABBILDUNG 5: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 13,50 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 10,30) haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 16,70) gelingen Unternehmenswachstum und die Margenausweitung noch schneller.

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 1,1 konservativ angesetzt – als auch bei den EBIT-Margen im Terminal Value von 13,5% (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.

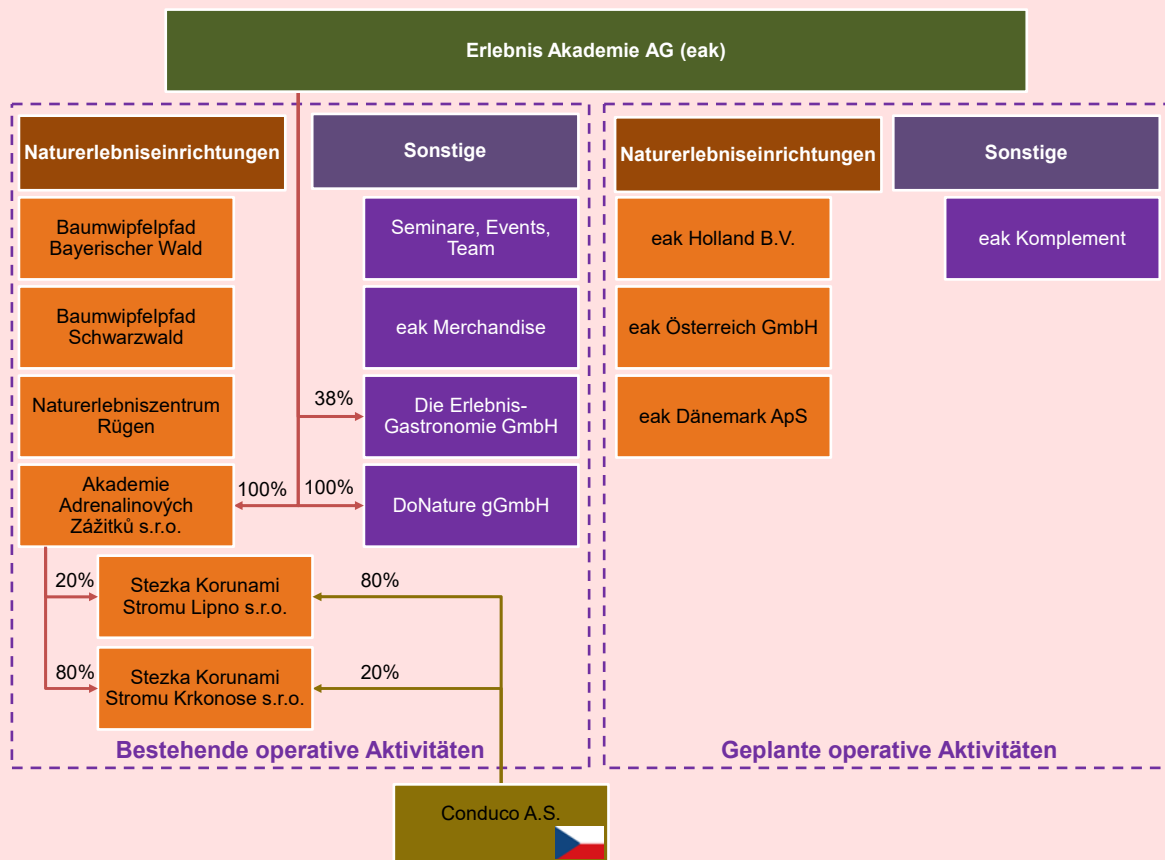
### Führender Anbieter von Naturerlebniseinrichtungen in Mitteleuropa

Die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG konzipiert, errichtet und betreibt an hochfrequentierten Ausflugszielen Naturerlebniseinrichtungen, insbesondere Baumwipfelpfade. Mit über 1,1 Mio. Besuchern im Jahr 2015 ist das oberpfälzische Unternehmen der führende Anbieter von Baumwipfelpfaden 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. Weitaus höhere Besucherzahlen als vergleichbare Baumwipfelpfade anderer Anbieter belegen, dass diese „Premium-Strategie“ auch unter ökonomischen Aspekten Wettbewerbsvorteile sichert.

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



ABBILDUNG 6: ORGANIGRAMM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### 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.

## 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>Rohertrag</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	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>	<b>10,4</b>
YoY	%	33,8%	21,4%	11,5%	10,4%	21,0%
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%	1,0%	0,6%	0,6%	0,5%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,8</b>	<b>10,6</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,2
in % der Umsatzerlöse	%	-13,5%	-12,3%	-11,7%	-11,1%	-11,7%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>9,4</b>
in % der Umsatzerlöse	%	91,0%	89,8%	90,4%	90,3%	90,1%
Personalaufwand	EUR Mio.	-2,2	-2,6	-3,1	-3,4	-4,0
in % der Umsatzerlöse	%	-37,9%	-37,3%	-39,6%	-38,9%	-38,1%
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%	-27,9%	-24,2%	-23,4%	-22,5%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>
in % der Umsatzerlöse	%	23,7%	24,6%	26,5%	28,1%	29,5%
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>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>
in % der Umsatzerlöse	%	7,2%	7,6%	9,9%	10,1%	11,8%
YoY	%	27,2%	29,0%	44,8%	12,8%	41,8%
<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	-0,2	-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>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>
in % der Umsatzerlöse	%	5,2%	6,8%	8,4%	12,0%	17,7%
YoY	%	50,4%	58,1%	38,5%	57,3%	78,3%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
EE-Steuerquote	%	-31,1%	-22,6%	-25,3%	-18,2%	-16,1%
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>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</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>0,23</b>	<b>0,31</b>	<b>0,54</b>	<b>0,99</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	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</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>9,7</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	7,9	11,0	9,8	14,4
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,7	0,7	0,5	0,4	0,3
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,1	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>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,3</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
DIO	d	6	36	59	56	66
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.	1,9	2,3	1,2	5,2	3,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,2</b>	<b>13,1</b>	<b>17,2</b>	<b>23,6</b>	<b>24,0</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,9</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>8,1</b>	<b>9,7</b>
Eigenkapitalquote	%	44,9%	51,6%	42,1%	34,4%	40,2%
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.	1,7	0,9	1,3	1,8	2,6
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,2	0,3	0,5	0,9	1,6
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,1</b>	<b>6,1</b>	<b>9,6</b>	<b>15,1</b>	<b>13,8</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	5,7	5,5	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	0,4	0,2	0,2	0,2
Tage	d	55	19	8	7	8
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	0,2	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>13,2</b>	<b>13,1</b>	<b>17,2</b>	<b>23,6</b>	<b>24,0</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	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>81,6%</b>	<b>78,8%</b>	<b>89,6%</b>	<b>75,6%</b>	<b>81,6%</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>77,2%</b>	<b>74,3%</b>	<b>73,1%</b>	<b>59,0%</b>	<b>65,3%</b>
Grundstücke	%	8,7%	8,3%	6,0%	4,2%	3,9%
Technische Anlagen	%	62,9%	60,1%	64,1%	41,6%	60,1%
Andere Anlagen	%	5,5%	5,0%	2,9%	1,7%	1,2%
Geleistete Anzahlungen	%	0,1%	0,8%	0,1%	11,5%	0,1%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>4,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,6%</b>	<b>16,3%</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	2,4%	2,7%	15,1%	15,6%	15,3%
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	%	1,4%	1,4%	1,1%	0,8%	0,8%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>17,1%</b>	<b>19,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>23,9%</b>	<b>18,0%</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	0,9%	0,2%	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	%	1,4%	0,7%	0,4%	0,4%	0,5%
Kasse	%	14,3%	17,7%	7,1%	21,9%	15,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,3%	1,5%	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>44,9%</b>	<b>51,6%</b>	<b>42,1%</b>	<b>34,4%</b>	<b>40,2%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	10,4%	12,0%	9,1%	6,7%	6,5%
Kapitalrücklage	%	20,0%	29,8%	22,6%	16,5%	16,2%
Gewinnrücklagen	%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Gewinn-Verlustvortrag	%	12,7%	7,2%	7,4%	7,5%	10,9%
Jahresüberschuss	%	1,5%	2,4%	2,9%	3,6%	6,5%
<b>Rückstellungen</b>	%	<b>0,9%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,2%</b>
Steuerrückstellungen	%	0,3%	0,5%	0,6%	0,4%	0,8%
Sonstige Rückstellungen	%	0,6%	1,6%	1,3%	1,1%	1,4%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>54,2%</b>	<b>46,3%</b>	<b>56,0%</b>	<b>64,1%</b>	<b>57,5%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	43,6%	41,8%	52,8%	61,7%	54,7%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	6,7%	2,8%	1,0%	0,7%	1,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	3,9%	1,8%	2,2%	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	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,2	0,4	0,5	0,9	1,6
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	0,0	-0,2	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	0,1	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	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	-0,5	-0,2	0,0	0,1
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,3	-0,3	0,2	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>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</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	-0,7	-4,2	-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>-0,8</b>	<b>-6,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,6</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,1</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	-0,3	3,6	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	-0,9	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,4</b>	<b>0,2</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	<b>-1,4</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,6	0,4	-1,1	3,9	-1,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	1,3	1,9	2,3	1,2	5,2
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>5,2</b>	<b>3,6</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	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>	<b>10,4</b>
<b>Baumwipfelpfade</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,0</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>	<b>10,0</b>
Baumwipfelpfad Neuschönau	EUR Mio.	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	EUR Mio.	0,4	1,7	1,7	1,8	1,7
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	3,2	3,2	3,1	3,3
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>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</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	0,0	0,0	0,0
Sonstige	EUR Mio.	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>33,8%</b>	<b>21,4%</b>	<b>11,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>21,0%</b>
<b>Baumwipfelpfade</b>	<b>%</b>	<b>54,0%</b>	<b>26,9%</b>	<b>17,4%</b>	<b>10,0%</b>	<b>21,9%</b>
Baumwipfelpfad Neuschönau	%	-1,2%	-7,2%	-2,1%	0,9%	-5,0%
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	%	n/a	286,6%	-0,5%	3,9%	-5,0%
Baumwipfelpfad Saarschleife	%	n/a	n/a	n/a	68,2%	-5,0%
Baumwipfelpfad Usedom	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Naturerbe Zentrum Rügen	%	79,8%	6,3%	1,1%	-2,7%	3,5%
<b>Sonstige Erlöse</b>	<b>%</b>	<b>-28,3%</b>	<b>-14,7%</b>	<b>-46,4%</b>	<b>18,3%</b>	<b>2,4%</b>
S. E. T.	%	15,7%	3,8%	-10,0%	16,2%	3,2%
Hochseilpark Schönberg/Straubing	%	-23,9%	-25,1%	-92,0%	-100,0%	n/a
Sonstige	%	-48,3%	-26,3%	-68,9%	42,9%	0,0%
<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>90,8%</b>	<b>95,6%</b>	<b>95,3%</b>	<b>96,0%</b>
Baumwipfelpfad Neuschönau	%	27,1%	20,7%	18,2%	16,7%	13,1%
Baumwipfelpfad Bad Wildbad	%	7,7%	24,5%	21,9%	20,6%	16,2%
Baumwipfelpfad Saarschleife	%	0,0%	0,0%	14,2%	21,6%	17,0%
Baumwipfelpfad Usedom	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	18,6%
Naturerbe Zentrum Rügen	%	52,0%	45,5%	41,3%	36,4%	31,1%
<b>Sonstige Erlöse</b>	<b>%</b>	<b>13,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,0%</b>
S. E. T.	%	4,9%	4,2%	3,4%	3,6%	3,1%
Hochseilpark Schönberg/Straubing	%	2,9%	1,8%	0,1%	0,0%	0,0%
Sonstige	%	5,3%	3,2%	0,9%	1,2%	1,0%

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	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>	<b>10,4</b>
Ticketing	EUR Mio.	3,8	4,9	5,9	6,5	7,5
Merchandising	EUR Mio.	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Parkplatz	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Gastronomie	EUR Mio.	0,8	0,9	0,9	0,8	1,3
Rutsche	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3
Sonstige	EUR Mio.	0,8	0,7	0,5	0,6	0,6
Kontrolle	EUR Mio.	5,8	7,0	7,8	8,6	10,4
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>33,8%</b>	<b>21,4%</b>	<b>11,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>21,0%</b>
Ticketing	%	40,5%	28,8%	21,5%	10,5%	14,8%
Merchandising	%	88,6%	70,3%	18,1%	22,0%	26,1%
Parkplatz	%	104,3%	2,0%	5,8%	-4,9%	1,5%
Gastronomie	%	110,8%	12,5%	-5,7%	-7,1%	64,9%
Rutsche	%	n/a	0,4%	-15,8%	180,8%	135,1%
Sonstige	%	-25,0%	-9,1%	-32,6%	19,4%	4,5%
<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%	69,4%	75,7%	75,7%	71,9%
Merchandising	%	2,9%	4,0%	4,3%	4,7%	4,9%
Parkplatz	%	2,6%	2,2%	2,1%	1,8%	1,5%
Gastronomie	%	14,1%	13,0%	11,0%	9,3%	12,6%
Rutsche	%	1,0%	0,8%	0,6%	1,6%	3,1%
Sonstige	%	14,0%	10,5%	6,3%	6,9%	5,9%

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
Rohertrag	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%
Rohertrag	%	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	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Key Data</b>						
Umsatz	EUR Mio.	5,8	7,0	7,8	8,6	10,4
Rohhertrag	EUR Mio.	5,3	6,3	7,1	7,8	9,4
EBITDA	EUR Mio.	1,4	1,7	2,1	2,4	3,1
EBIT	EUR Mio.	0,4	0,5	0,8	0,9	1,2
EBT	EUR Mio.	0,3	0,5	0,7	1,0	1,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,2	0,4	0,5	0,9	1,6
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		57,5	63,0	76,3	80,2	101,0
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	EUR	n/a	7,50	7,70	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	n/a	6,40	5,30	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	7,12	6,16	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	6,40	6,70	6,70	6,70
EPS	EUR	0,15	0,23	0,31	0,54	0,99
BVPS	EUR	4,30	4,31	4,62	5,16	6,15
CFPS	EUR	1,56	0,61	1,08	1,55	2,23
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					13,50
Performance bis Kursziel	%					101,5%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	%	23,7%	24,6%	26,5%	28,1%	29,5%
EBIT-Marge	%	7,2%	7,6%	9,9%	10,1%	11,8%
EBT-Marge	%	5,2%	6,8%	8,4%	12,0%	17,7%
Netto-Marge	%	3,5%	5,2%	6,3%	9,9%	14,9%
FCF-Marge	%	-48,6%	2,8%	-60,3%	-17,3%	-1,2%
ROE	%	3,4%	5,4%	6,8%	10,5%	16,1%
NWC/Umsatz	%	-12,0%	-2,8%	2,5%	2,4%	3,1%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	100,5	111,4	102,5	107,6	103,4
Pro-Kopf-EBIT	EUR	7,2	8,5	10,1	10,9	12,2
Capex/Umsatz	%	-85,8%	-10,5%	-53,3%	-33,1%	-34,6%
<b>Wachstumsraten</b>						
Umsatz	%	33,8%	21,4%	11,5%	10,4%	21,0%
Rohhertrag	%	40,9%	19,7%	12,2%	10,4%	20,7%
EBITDA	%	57,4%	25,7%	20,4%	16,8%	27,4%
EBIT	%	27,2%	29,0%	44,8%	12,8%	41,8%
EBT	%	50,4%	58,1%	38,5%	57,3%	78,3%
Nettoergebnis	%	51,0%	80,5%	35,2%	72,4%	82,8%
EPS	%	-66,4%	58,3%	35,2%	72,4%	82,8%
CFPS	%	-11,7%	-60,8%	76,3%	43,2%	43,9%
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	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	10,2	9,7	12,6	13,9	15,7
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	0,6	2,8	3,9	3,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	2,3	2,6	1,7	5,6	4,3
Eigenkapital	EUR Mio.	5,9	6,8	7,2	8,1	9,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	7,3	6,3	10,0	15,5	14,3
EK-Quote	%	44,9%	51,6%	42,1%	34,4%	40,2%
Gearing	%	65,3%	46,6%	108,5%	115,6%	98,2%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,7	-0,2	0,2	0,2	0,3
Asset Turnover	x	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
EBITDA-ICR	x	10,7	9,6	8,3	8,1	9,1
<b>Enterprise Value</b>						
Anzahl Aktien	1.000	1.375	1.568	1.568	1.568	1.568
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	11,8	12,1	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	10,0	8,3	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	11,2	9,7	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	10,0	10,5	10,5	10,5
Nettoverschuldung	EUR Mio.	3,9	3,1	7,9	9,4	9,5
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	14,9	19,9	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	13,2	16,2	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	14,3	17,5	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	13,2	18,4	19,9	20,0
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	2,13	2,55	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	1,88	2,07	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	2,04	2,24	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	1,88	2,35	2,30	1,91
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	8,7	9,6	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	7,7	7,8	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	8,3	8,5	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	7,7	8,9	8,2	6,5
EV/EBIT Hoch	x	n/a	27,9	25,8	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	24,7	20,9	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	26,8	22,7	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	24,7	23,8	22,8	16,2
KGV Hoch	x	n/a	32,2	24,5	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	27,5	16,8	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	30,6	19,6	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	27,5	21,3	12,4	6,8
KBV Schlusskurs	x	n/a	1,5	1,5	1,3	1,1
FCF-Yield	%	n/a	2,0%	-44,9%	-14,2%	-1,2%
Dividendenrendite	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	2,2	1,0	1,7	2,4	3,5
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-5,0	-0,8	-6,4	-3,9	-3,6
Free Cashflow	EUR Mio.	-2,8	0,2	-4,7	-1,5	-0,1
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	3,4	0,2	3,6	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

		2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>	<b>10,4</b>	<b>12,1</b>	<b>13,5</b>	<b>14,5</b>	<b>15,0</b>	<b>15,3</b>	<b>15,4</b>	<b>15,5</b>	<b>15,5</b>	<b>15,6</b>	<b>15,6</b>	<b>15,6</b>
YoY	%	11,5%	10,4%	21,0%	16,2%	11,3%	7,0%	3,9%	1,9%	0,9%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
EBIT-Marge	%	9,9%	10,1%	11,8%	12,0%	12,2%	12,3%	12,5%	12,7%	12,9%	13,0%	13,2%	13,4%	13,5%	13,5%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,5	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
EBIT-Marge inkl. Beteiligungen	%	11,5%	15,4%	20,9%	21,1%	21,3%	21,6%	21,9%	22,2%	22,5%	22,8%	23,1%	23,4%	23,7%	23,7%
Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Steuerquote (τ)	%	25,3%	18,2%	16,1%	17,7%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-6,4	-3,9	-3,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,1
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>
WACC	%	5,4%	5,5%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%
Diskontierungssatz	%	100,0%	94,8%	89,8%	85,1%	80,6%	76,5%	72,5%	68,8%	65,3%	62,0%	58,9%	55,9%	53,1%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-10,6													
in % des Gesamtwertes	%	-43,5%													
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	14,1													
in % des Gesamtwertes	%	57,9%													
							<b>Wachstumsrate im Terminal Value</b>								
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	20,8					<b>EUR</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,5%</b>	
in % des Gesamtwertes	%	85,5%					<b>10,5%</b>	10,30	10,40	10,50	10,50	10,60	10,70	10,70	
<b>Summe der Barwerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>24,3</b>					<b>11,5%</b>	11,30	11,40	11,40	11,50	11,60	11,60	11,70	
Finanzschulden	EUR Mio.	-5,5					<b>12,5%</b>	12,30	12,30	12,40	12,50	12,60	12,60	12,70	
Excess Cash	EUR Mio.	2,3					<b>13,5%</b>	13,20	13,30	13,40	<b>13,50</b>	13,60	13,60	13,70	
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>21,1</b>					<b>14,5%</b>	14,20	14,30	14,40	14,50	14,50	14,60	14,70	
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	1.568					<b>15,5%</b>	15,20	15,30	15,40	15,40	15,50	15,60	15,70	
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>13,50</b>					<b>16,5%</b>	16,20	16,20	16,30	16,40	16,50	16,60	16,70	
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN															

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

## Disclaimer

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

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagendingen 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)
11.08.2016	13,50	Buy	1, 8
04.05.2016	13,50	Buy	1, 8
18.01.2016	13,50	Buy	1, 8
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.