

ecotel communication

Reuters: E4DG.F

Bloomberg: E4C:GR

Signifikanter Margenanstieg in H1 – Anhebung der Guidance

Angesichts von deutlich über unseren Erwartungen liegenden Halbjahreszahlen heben wir unser aus einem dreistufigen Discounted-Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsmethode) abgeleitetes Kursziel auf EUR 36,90 von bislang EUR 31,00 an (Base-Case-Szenario). Damit rechnen wir auf Sicht von 24 Monaten mit einem Kurspotenzial von 72,4% und bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der ecotel communication AG.

EBITDA zum Halbjahr 2021 deutlich über den Erwartungen

Gestern hat ecotel Eckdaten für das erste Halbjahr veröffentlicht. Dabei wurde auf Konzernebene ein EBITDA in Höhe von EUR 8,0 Mio. (Vj. EUR 4,9 Mio., +64,3% YoY) ausgewiesen, deutlich über unseren Erwartungen (EUR 6,8 Mio.). Ursächlich hierfür ist Angabe gemäß die nachhaltig positive Entwicklung des Segments Geschäftskunden, das das erste Halbjahr mit Umsätzen von EUR 24,0 Mio. (Vj. EUR 22,8 Mio., +5,4% YoY) und einem EBITDA von EUR 3,7 Mio. EUR (Vj. 2,0 Mio. EUR, +85,0% YoY) abschließen konnte. Auch das Segment easybell lag im ersten Halbjahr mit Erlösen von EUR 12,3 Mio. (Vj. EUR 10,4 Mio.) und einem EBITDA von EUR 3,8 Mio. (Vj. EUR 2,5 Mio.) signifikant über den Vorjahreswerten.

Dies verdeutlicht nach unserer Einschätzung erneut die Dimensionen, in denen ecotel von der im Jahr 2018 strategisch eingeleiteten Verschiebung des Geschäftsschwerpunkts hin zu den margenstarken und einander ähnelnden Segmenten Geschäftskunden und easybell sowie der Rückführung tendenziell niedrigmarginiger Kundenbeziehungen mit kurzen Vertragslaufzeiten im Preselection-Bereich ohne eigene Leitung profitieren wird.

Anhebung der Guidance 2021e

Angesichts dieser Vorgaben erhöht ecotel die Guidance für das Gesamtjahr 2021e und rechnet nunmehr mit einem EBITDA auf Konzernebene zwischen EUR 15 und 16 Mio. Bislang war von einem EBITDA am oberen Ende der Bandbreite von EUR 12 bis 14 Mio. ausgegangen worden. Zwischen 2010 und 2020 war die vom Vorstand avisierte EBITDA-Bandbreite bereits in neun von elf Jahren zum Teil deutlich übertroffen worden.

TABELLE 1: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN

| EUR Mio. | 2021e | | | 2022e | | |
|----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| | Neu | Alt | Δ | Neu | Alt | Δ |
| Umsatz | 96,6 | 96,4 | 0,2% | 101,3 | 100,3 | 1,0% |
| EBITDA | 16,1 | 14,2 | 13,5% | 18,2 | 16,5 | 10,1% |
| in % | 16,7% | 14,7% | 195pp | 17,9% | 16,5% | 147pp |
| Nettoergebnis* | 5,5 | 4,5 | 20,3% | 7,0 | 6,2 | 13,3% |
| EPS (EUR) | 0,94 | 0,69 | 35,5% | 1,25 | 1,06 | 17,6% |

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

*Anm.: vor Anteilen Dritter

Rating: Buy **Risiko:** Niedrig
Kurs: EUR 21,40
Kursziel: EUR 36,90 (bislang EUR 31,00)

WKN / ISIN: 585434 / DE0005854343

Indizes: -

Transparenzlevel: Deutsche Börse Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 3,510 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 75,1 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.500 Aktien

H1/2021: 05. August 2021

| GuV (EUR Mio.) | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 98,3 | 96,6 | 101,3 | 109,2 |
| EBITDA | 11,6 | 16,2 | 18,5 | 21,3 |
| EBIT | 4,0 | 8,1 | 10,7 | 13,8 |
| EBT | 3,8 | 7,9 | 10,5 | 13,7 |
| EAT | 2,6 | 5,5 | 7,3 | 9,4 |

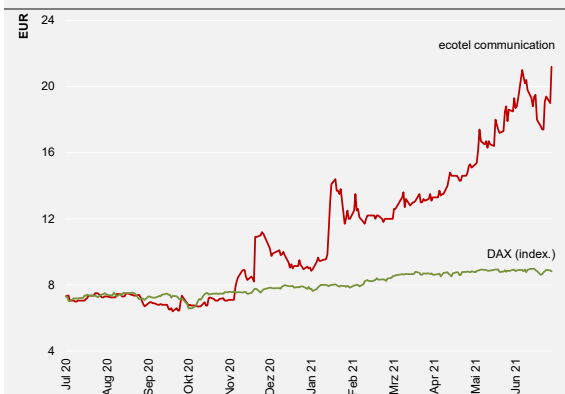
| % der Umsätze | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA | 11,8% | 16,8% | 18,3% | 19,5% |
| EBIT | 4,1% | 8,4% | 10,5% | 12,7% |
| EBT | 3,8% | 8,2% | 10,4% | 12,5% |
| EAT | 2,7% | 5,7% | 7,2% | 8,6% |

| Je Aktie (EUR) | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| EPS | 0,28 | 0,96 | 1,34 | 1,81 |
| Dividende | 0,14 | 0,40 | 0,67 | 0,90 |
| Buchwert | 5,65 | 6,48 | 7,42 | 8,56 |
| Cashflow | 2,92 | 3,97 | 4,47 | 5,05 |

| Bilanz (%) | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| EK-Quote | 43,4% | 49,0% | 54,4% | 58,1% |
| Gearing | 0% | 0% | 0% | 0% |

| Multiples (x) | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| KGV | 31,8 | 22,2 | 16,0 | 11,8 |
| EV/Umsatz | 0,30 | 0,72 | 0,63 | 0,50 |
| EV/EBIT | 7,8 | 8,8 | 6,0 | 4,0 |
| KBV | 1,6 | 3,3 | 2,9 | 2,5 |

| Guidance (EUR Mio.) | 2021e | 2022e | 2023e |
|---------------------|-----------|-------|-------|
| Umsatz | n/a | n/a | n/a |
| EBITDA | 15,0-16,0 | n/a | n/a |



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2021e

Die übrigen Prognosen für das Geschäftsjahr 2021e, die ecotel für die Segmentumsätze, die Rohertragsentwicklung im Segment ecotel Geschäftskunden und das EBITDA der übrigen Segmente ausgesprochen hat, bleiben nach Angabe der Gesellschaft unverändert bestehen.

TABELLE 2: MANAGEMENT-GUIDANCE 2021E

| | | 2021e | | |
|------------------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 2020 | Untergrenze | Obergrenze |
| Umsatz Geschäftskunden | EUR Mio. | 46,3 | 47,0 | 50,0 |
| Umsatz easybell | EUR Mio. | 21,5 | 24,0 | 26,0 |
| Umsatz nacamar | EUR Mio. | 2,3 | 2,0 | 2,5 |
| EBITDA | EUR Mio. | 11,6 | 15,0 | 16,0 |
| YoY | % | 32,7% | 29,7% | 38,4% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Aufgrund der dynamischen Ertragsentwicklung, die durch die anhaltende Verlagerung des Geschäftsschwerpunktes auf die margenstarken Segmente Geschäftskunden und easybell ausgelöst wird, sehen wir in einem langfristig angelegten standardisierten dreiphasigen Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) das geeignetste Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes von ecotel communication. Nach Ablauf der Detailplanungsphase (2025e), während der wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) der Umsätze von 6,0% (bislang 5,5%) unterstellt haben, geht unser DCF-Modell in die zweite Phase, die sogenannte Grobplanungsphase, über, die mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2035e endet; während der Grobplanungsphase haben wir eine Umsatz-CAGR von 1,8% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,1%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen mit 30-jähriger Restlaufzeit entspricht. Aus diesem Verfahren ergibt sich im Base-Case-Szenario ein Wert des Eigenkapitals von EUR 127,4 Mio. bzw. EUR 36,90 je Aktie. In einer Monte-Carlo-Analyse haben wir alternative Umsatz- und Ertragszenarien zugrunde gelegt und ermitteln Werte des Eigenkapitals in einer Bandbreite zwischen EUR 29,50 (10%-Quantil) und EUR 52,90 (90%-Quantil) je Aktie.

Zur Überprüfung der Ergebnisse des DCF-Modells haben wir ein Economic-Profit-Wertschöpfungsmodell erstellt, bei dem wir davon ausgehen, dass eine faire Bewertung des Unternehmens frühestens dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den damit verbundenen Kapitalkosten entspricht. Unter Zugrundelegung dieses Bewertungsverfahrens ergibt sich für ecotel auf Basis unserer Kapital- und Ertrags-schätzungen ein Wert des Eigenkapitals von bis zu EUR 37,25 (bezogen auf die Wertschöpfungsmarge des Jahres 2025e) je Aktie – mit im Zeitablauf steigender Tendenz, was nach unserer Einschätzung die Sinnhaftigkeit eines langfristigen Engagements in der ecotel-Aktie belegt.

Angesichts einer von uns erwarteten Kursperformance (ohne Einbeziehung der in Zukunft erwarteten Dividenden) von 72,4% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der ecotel communication AG.

Unser primäres Bewertungsverfahren für ecotel ist ein dreistufiges DCF-Entity-Modell

Dass wir zur Bewertung von ecotel ein fundamentalanalytisches Bewertungsverfahren wie das DCF-Modell heranziehen, liegt nicht nur daran, dass marktgängige Bewertungsverfahren über Börsen-Multiples in Ermangelung sinnvoller Vergleichsunternehmen – aus unserer Sicht ist ein Vergleich von ecotel mit Netzbetreibern wie Deutsche Telekom oder Vodafone schon allein aufgrund der unterschiedlichen Unternehmensgrößen sinnlos – keine validen Ergebnisse liefern, sondern auch daran, dass ecotel im Gegensatz zu den Vergleichswerten in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung seine Umsatz- und Ertragssituation infolge der Verschiebung zu den margenstarken Geschäftsbereichen Geschäftskunden und easybell signifikant verbessern wird. Angesichts der dynamischen Ertragsentwicklung sehen wir in einem langfristig angelegten standardisierten dreiphasigen Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) das geeignetste Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes.

Die externe Aufnahme von Eigenkapital ist in unserem Modell nicht vorgesehen.

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges Discounted Cashflow-Modell folgende Wachstumsannahmen:

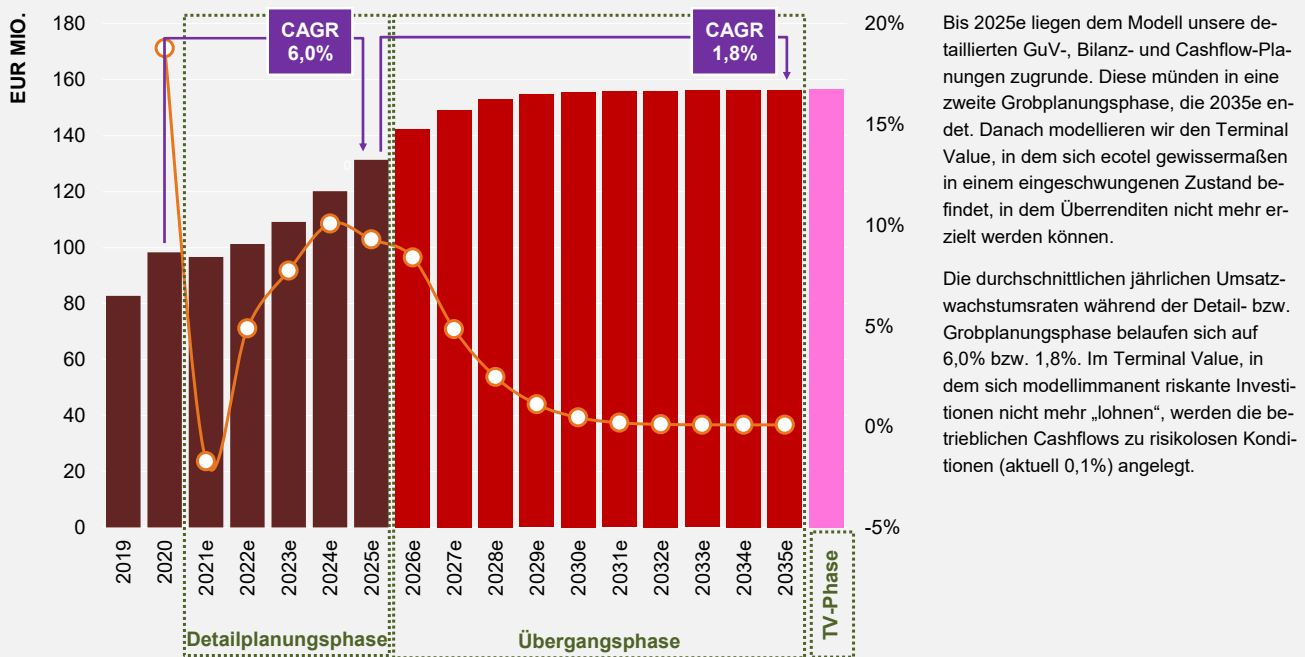
Dreistufiges DCF-Entity-Modell:
Annahmen für die Umsatzentwicklung

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (der sogenannten „**Detailplanungsphase**“) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2025e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten (CAGR) der Umsätze zwischen 2020 und 2025e in Höhe von 6,0%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige „**Grobplanungsphase**“), die 2035e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von 1,8% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen

Performance-Kennzahlen des Unternehmens einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des sog. „**Terminal Value**“, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Umsatzwachstumsrate den quasi-risikolosen Zins 30-jähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,1% an.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2019-2035E



Bis 2025e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2035e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value, in dem sich ecotel gewissermaßen in einem eingeschwungenen Zustand befindet, in dem Überrenditen nicht mehr erzielt werden können.

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- bzw. Grobplanungsphase belaufen sich auf 6,0% bzw. 1,8%. Im Terminal Value, in dem sich modellimmanent riskante Investitionen nicht mehr „lohnen“, werden die betrieblichen Cashflows zu risikolosen Konditionen (aktuell 0,1%) angelegt.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Weitere Annahmen während der Grobplanungsphase

Für unser dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir während der Detail- und Grobplanungsphase im Einzelnen,

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:
Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells

- ☉ dass die **EBIT-Margen** während der Grobplanungsphase gegenüber dem im Jahr 2026e erwarteten Wert von 15,6% (Basis: Umsatz) nur leicht zurückgehen; dabei haben wir keinen weiteren Eigenmittelzufluss von außen zugrunde gelegt, sondern ausschließlich Innenfinanzierung aus den erwirtschafteten Cashflows unterstellt;
- ☉ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 14,0% liegen;
- ☉ dass die **Minderheitsanteile** von easybell eine im Zeitablauf vergleichbare Entwicklung haben werden wie die vollkonsolidierten Geschäftsbereiche;
- ☉ eine im Zeitablauf mit den aktuell beobachtbaren Werten vergleichbare **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch die geringe Kapitalintensität des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt;
- ☉ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 1,10, das wir aus folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten (dabei

weichen wir bewusst von den beobachteten beta-Werten ab, die bei ecotel typischerweise deutlich niedriger – laut Deutsche Börse bei unter 0,3 – liegen);

TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA

| | |
|----------------------------------|-------------|
| Diversifizierungsgrad | 0,00 |
| Wettbewerbsintensität | 0,10 |
| Reife des Geschäftsmodells | 0,00 |
| Regulatorische Risiken | 0,10 |
| Finanzielle Risiken | -0,10 |
| Risiken der Unternehmensprognose | 0,00 |
| Markt-beta | 1,00 |
| beta | 1,10 |

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- Ⓢ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 2,8% pro Jahr, die wir für das Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 10,0% und angesichts eines von uns abgeleiteten synthetischen Ratings von BBB (basierend auf einer EBIT-Interest Coverage Ratio 2020 von 8,4x) für realistisch ansehen;
- Ⓢ dass der **Grenzsteuersatz** des Unternehmens während der Grobplanungsphase in einer Bandbreite zwischen 30,0% und 31,0% liegen wird, ein realistischer Durchschnittswert für das nahezu ausschließlich in Deutschland tätige Unternehmen;
- Ⓢ dass negative Freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden; diese auf dem **Axiom der Risikoaversion der Anleger** basierende Überlegung kommt bei dem nach unseren Schätzungen auch in den Anfangsjahren der Detailplanungsphase profitablen Unternehmen jedoch nicht zur Anwendung;
- Ⓢ dass die von ecotel im Zeitraum 2021e-2025e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 8,9% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,10 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,1%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 8,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (2,0%) zusammensetzt. Als Dienstleistungsunternehmen mit Sitz in Deutschland dürfte sich ecotel aktuell zu vergleichsweise günstigen Fremdkapitalzinsen refinanzieren können, so dass wir bei einem von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Rating von BBB eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 400 Basispunkten als angemessen ansehen. Schließlich gehen wir davon aus, dass ecotel eine für Dienstleistungsunternehmen industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals von 75%/25% anstrebt;

Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells (Fortsetzung)

TABELLE 4: WACC, 2021E-2025E

| Kosten des Eigenkapitals | % | 8,9% | Berechnung nach Capital Asset Pricing Model (CAPM) |
|--|----------|-------------|--|
| Quasi-risikoloser Zinssatz | % | 0,1% | Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit |
| Beta | | 1,10 | Fundamentalanalytisch ermitteltes beta |
| Implizite Risikoprämie | % | 8,0% | Aus Dividend-Discount-Modell unter Verwendung von Consensus-Schätzungen zu DAX-Gewinnen und DAX-Dividenden |
| Small Cap-Prämie | % | 2,0% | |
| Managementprämie | % | 2,0% | Key-Man-Risk |
| Liquiditätsprämie | % | 0,0% | Kein Zuschlag bei Handelsvolumen von 2.500 Stück pro Tag |
| Transparenzprämie | % | 0,0% | Kein Zuschlag bei Prime Standard-Werten |
| Private Company-Prämie | % | 0,0% | |
| Early-Stage-Prämie | % | 0,0% | |
| Pandemie-Prämie | % | 0,0% | |
| Zielkapitalstruktur des Eigenkapitals | % | 75,0% | |
| Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals | % | 8,2% | |
| Kosten der Verschuldung nach Steuern | | 2,9% | |
| Quasi-risikoloser Zinssatz | % | 0,1% | Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit |
| Risikoaufschlag Fremdkapital | % | 4,0% | Entsprechend dem CDS von BBB gerateten Small Caps-Unternehmen |
| Default-Spread des Heimatmarktes | % | 0,0% | In Deutschland vernachlässigbar |
| Kosten des Fremdkapitals vor Steuern | % | 4,1% | |
| Steuerquote | % | 30,0% | Einbeziehung des FK-verursachten Tax-Shields |
| Zielkapitalstruktur des Fremdkapitals | % | 25,0% | |
| Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals | % | 0,7% | |
| WACC basierend auf Marktwerten | % | 8,9% | Für die Detailplanungsphase 2021e-2025e |

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

☉ dass ecotel in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang des beta-Faktors auf das Niveau des Marktportefeuilles (also 1,0) und damit der WACC von 8,9% (2021e-2025e) auf dann 5,1% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

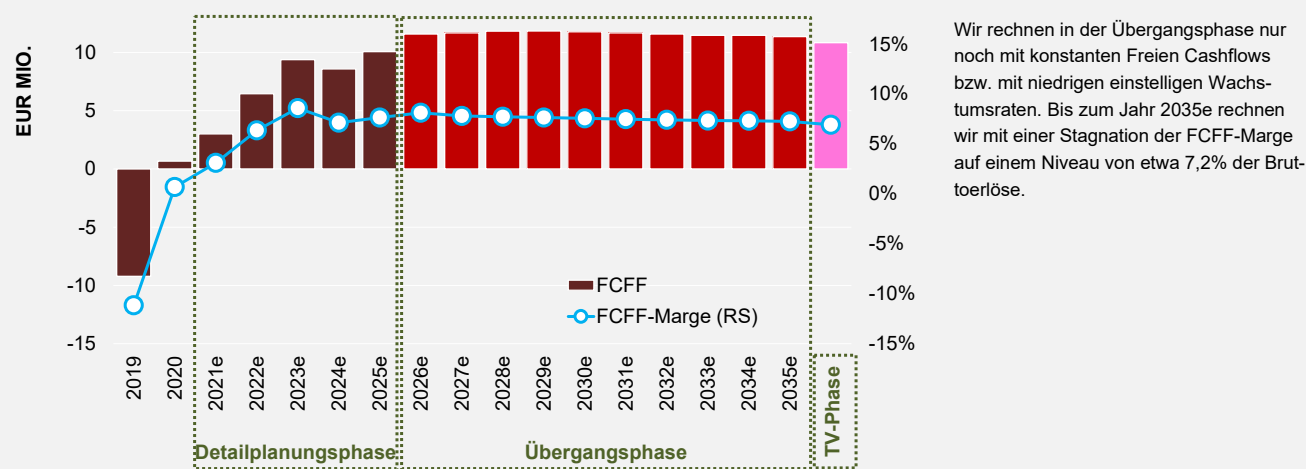
Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells (Fortsetzung)

Deutlich positive Entwicklung der Freien Cashflows

Aus unserem Bewertungsmodell ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Prognose der Freien Cashflows to the Firm (FCFF) für die Jahre 2021e bis 2035e. Erkennbar ist, wie ecotel nach unseren Schätzungen die Profitabilität zunächst deutlich verbessern wird, dann jedoch, nach Erreichen von Peak Earnings, auf das ursprüngliche Effizienz-niveau zurückkehren wird. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir nur noch Erhaltungs- und geringe Erweiterungsinvestitionen angenommen. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann modellimmanent unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen leichten Rückgang der Freien Cashflows to the Firm an, die dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modelndwertes darstellen.

Typische Lebenszykluskurve eines Unternehmens in der Wachstumsphase

ABBILDUNG 2: FCFF UND FCFF-MARGE, 2019E-2035E



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 129,5 Mio. bzw. EUR 36,90 je Aktie

Wert des Eigenkapitals von EUR 129,5 Mio. bzw. EUR 36,90 je Aktie

Der Enterprise Value von ecotel liegt in unserem Modell bei EUR 127,4 Mio. Aus diesem werden 36,6% über den Terminal Value abgeleitet, 22,1% bzw. 41,3% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

TABELLE 5: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

| | | | | Kommentar | Δ |
|---|-----------------|--------------|--|---|---|
| Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value | % | 2,8% | | Synthetisches BBB Rating mit 10% PD, 10% RR und Default Spread 400 bps | ⇨ |
| Terminal Cost of Capital | % | 5,1% | | 500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe | ⇨ |
| Barwert Terminal Value | EUR Mio. | 46,7 | Ab 2035e mit durchschnittlicher jährlicher Wachstumsrate (CAGR) 0,1% | | ↗ |
| in % des Enterprise Value | % | 36,6% | | | ⇨ |
| Barwerte Cashflow Detailplanung | EUR Mio. | 28,2 | | Für den Zeitraum 2021e-2025e mit Umsatz-CAGR von 6,0% | ↗ |
| in % des Enterprise Value | % | 22,1% | | | ⇨ |
| Barwerte Cashflow Grobplanung | EUR Mio. | 52,6 | | Für den Zeitraum 2026e-2035e mit Umsatz-CAGR von 1,8% | ↗ |
| in % des Enterprise Value | % | 41,3% | | | ⇨ |
| Enterprise Value | EUR Mio. | 127,4 | | | ↗ |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | EUR Mio. | -5,5 | | Daten zum 31.12.2020 (Ende des Geschäftsjahres 2020) | ⇨ |
| Liquidität | EUR Mio. | 7,6 | | Daten zum 31.12.2020 (Ende des Geschäftsjahres 2020) | ⇨ |
| Wert des Eigenkapitals | EUR Mio. | 129,5 | | Auf Sicht von 24 Monaten | ↗ |
| Anzahl ausstehender Aktien (basic) | Mio. | 3,5 | | | ⇨ |
| Wert des Eigenkapitals je Aktie | EUR | 36,90 | | Auf Sicht von 24 Monaten | ↗ |
| Aktueller Kurs | EUR | 21,40 | | Xetra-Schlusskurs vom 27.07.2021 | |
| Erwartetes Kurspotenzial | EUR | 72,4% | | Unverändertes Kursziel auf Sicht von 24 Monaten | |

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Zuzüglich der Nettofinanzposition (per Ende des Geschäftsjahres 2020) von ca. EUR 2,1 Mio. (bezogen auf das Excess Cash) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 129,5 Mio. bzw. EUR 36,90 je Aktie.

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Anschließend haben wir eine Monte-Carlo-Simulation durchgeführt, um die Sensitivitäten des Unternehmenswertes bezüglich der unabhängigen Input-Variablen abzufragen. Wir haben hierzu eine multivariate Analyse durchgeführt und die Ergebnisse des DCF-Modells nach den nachstehenden sieben Kriterien und die darauf bezogenen Standardabweichungen (σ) getestet.

| TABELLE 6: SENSITIVITÄTSPARAMETER DER MONTE-CARLO-SIMULATION | | | |
|--|---|--------|----------|
| | | Ist | σ |
| Umsatzwachstumsrate in der Grobplanungsphase | % | 1,8% | 5,0% |
| Umsatzwachstumsrate im Terminal Value | % | 0,1% | 1,0% |
| EBIT-Marge Grobplanungsphase | % | 15,0% | 5,0% |
| EBIT-Marge im Terminal Value | % | 14,0% | 5,0% |
| Steuerquote Grobplanungsphase/Terminal Value | % | 30,0% | 2,0% |
| Normalisierte Sales to Capital Ratio | % | -20,00 | 10,0% |
| Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value | % | 2,8% | 0,7% |

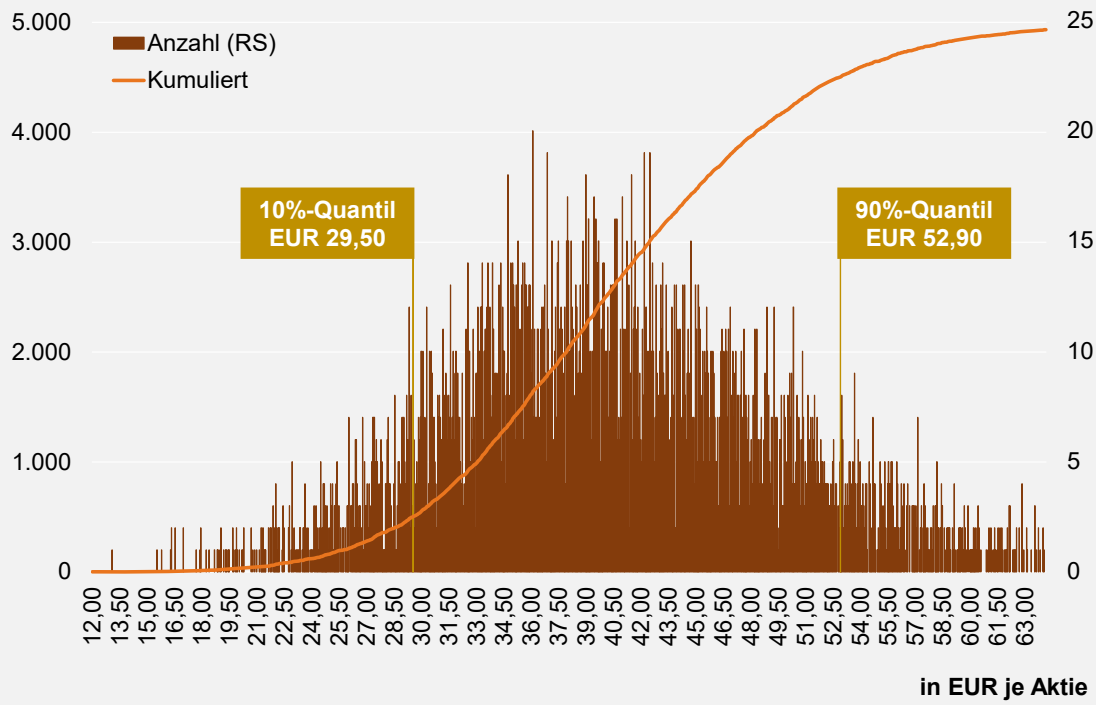
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Die Ergebnisse unserer Monte-Carlo-Simulation haben wir in nachfolgender Abbildung 3 zusammengestellt. Dabei wird ein leicht linkssteiles-rechtsschiefes Diagramm ersichtlich. Überdies zeigt sich, dass die 10%- bzw. 90%-Quantile Werte des Eigenkapitals bei EUR 103,5 Mio. (EUR 29,50 je Aktie) bzw. bei EUR 185,7 Mio. (EUR 52,90 je Aktie) liegen.

Monte-Carlo-Simulation mit 10%- bzw. 90%-Quantil-Kurszielen zwischen EUR 103,5 und 185,7 Mio. bzw. EUR 29,50 und EUR 52,90 je Aktie.

ABBILDUNG 3: MONTE-CARLO-SIMULATION (5.000 SIMULATIONEN)



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Die Ergebnisse unseres dreiphasigen DCF-Entity-Modells haben wir anhand eines fundamentalanalytischen Wertschöpfungsmodells überprüft. Hierbei geht es um die Frage, ob und ab wann das dem Unternehmen zur Verfügung gestellte Kapital wertschöpfend eingesetzt wird und auf welchem Kursniveau diese Wertschöpfung in der intrinsischen Unternehmensbewertung widergespiegelt wird. Aus dem Wertschöpfungsmodell errechnen wir für ecotel einen Wert des Eigenkapitals von bis zu EUR 37,25 (bezogen auf die Wertschöpfungsmarge des Jahres 2025e) je Aktie, was einem Barwert von EUR 26,50 je Aktie entspricht. Wenn es ecotel wie von uns erwartet gelingt, die Wertschöpfungsmarge auszubauen, deutet dieses Bewertungsverfahren ab dem Jahr 2023e eine deutliche Unterbewertung der Aktie an, die sich zudem im Zeitablauf sukzessive vergrößern wird.

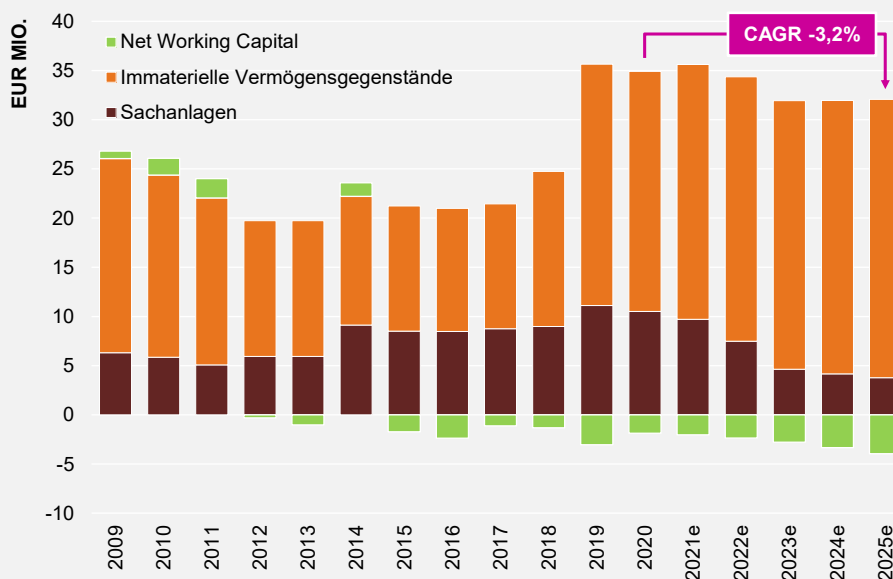
Verwendung des Wertschöpfung-Multiplikators

Um ein Wertschöpfungs- oder Economic-Profit-Modell sinnvoll zu verwenden, gilt es zunächst zu ermitteln, ob ecotel überhaupt ein wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Hierzu ermitteln wir in einem ersten Schritt die Kosten des eingesetzten Kapitals („what you pay“) und vergleichen diese mit der erwirtschafteten Rendite auf das eingesetzte Kapital („what you get“).

Nachfolgende Abbildung 4 zeigt die Entwicklung des aus den von uns geschätzten Bilanzdaten abgeleiteten eingesetzten Kapitals von ecotel für den Zeitraum 2009 bis 2025e:

Der Economic-Profit-Modell ist eine Kennzahl, die auf der Residualeinkommensmethode basiert und als Indikator für die Rentabilität von Unternehmen dient. Die zugrundeliegenden Prämissen bestehen darin, dass „echte“ Rentabilität nur dann entsteht, wenn Unternehmen Renditen erwirtschaften, die über ihren Kapitalkosten liegen.

ABBILDUNG 4: EINGESETZTES KAPITAL, 2009-2025E



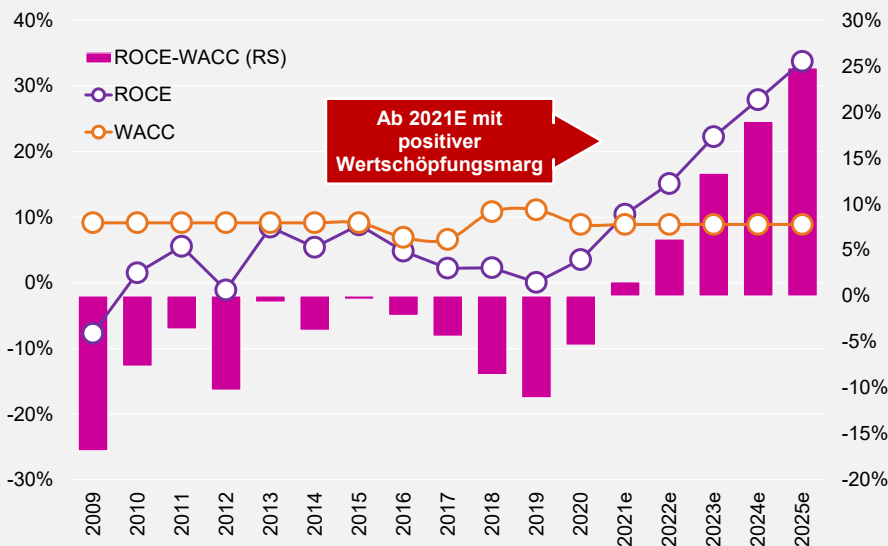
In einer bekanntermaßen kapitalintensiven Industrie kann das Geschäftsmodell von ecotel nach unserer Einschätzung als „asset-light“ beschrieben werden. Trotz des von uns für die kommenden Jahre unterstellten Anstiegs des Geschäftsvolumens rechnen wir nicht mit einem Anstieg des eingesetzten Kapitals. Wir prognostizieren in unserem Bewertungsmodell bis zum Jahr 2025e bei fortgesetztem negativem Working Capital einen Rückgang des eingesetzten Kapitals auf dann EUR 28,1 Mio. (CAGR 2020-25e -3,2%).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Rendite auf das eingesetzte Kapital

In einem zweiten Schritt ermitteln wir die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE), indem wir das adjustierte operative Ergebnis (NOPLAT) berechnen und durch das eingesetzte Kapital dividieren. Anschließend vergleichen wir die ermittelten ROCE-Werte mit den Kosten des eingesetzten Kapitals (WACC), wie wir sie im dem oben beschriebenen DCF-Modell ermittelt haben.

ABBILDUNG 5: RENDITE AUF DAS EINGESETZTE KAPITAL (ROCE), 2009-2025E



ecotel wird nach unseren Prognosen ab dem Jahr 2021e eine positive Wertschöpfungsmarge aufweisen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ecotel nach 2021e mit steigender Wertschöpfungsmarge

Aus vorstehender Abbildung 5 wird ersichtlich, dass ecotel nach unseren Prognosen in den Geschäftsjahren 2021e bis 2025e eine deutlich positive Wertschöpfungsmarge aufweisen wird, die sich nach unseren Prognosen im Zeitablauf verbreitern sollte. Damit ist die notwendige Bedingung erfüllt, dass ecotel ein wertschöpfendes Unternehmen ist.

Bewertung zum Zeitpunkt, ab dem eine positive Wertschöpfung erreicht wurde

Aus unserer Sicht wird sich ein heute im Unternehmen investierter Anleger frühestens von seiner Beteiligung an ecotel trennen, wenn das Unternehmen nachhaltig kein „Wertvernichter“ mehr ist, wenn also die Rendite auf das eingesetzte Kapital die Kosten des eingesetzten Kapitals übersteigt. Nach unseren Schätzungen wird dies bereits in diesem Jahr der Fall sein. Zu diesem Zeitpunkt wird ein Investor für seine Anteile einen Preis aufrufen, der dem Wert des eingesetzten Kapitals entspricht.

Der explizite Vorteil des Wertschöpfungsmodells besteht darin, dass gezeigt wird, ab welchem Zeitpunkt ein Unternehmen Werte für seine Aktionäre schafft.

Für das Jahr 2021e lässt sich aus dieser Annahme ein Enterprise Value von EUR 39,4 Mio. ableiten, für das Jahr 2022e von EUR 54,3 Mio. Zuzüglich der dann von uns prognostizierten Nettofinanzposition von EUR 5,4 Mio. (2021e) bzw. EUR 11,7 Mio. (2022e) und abzüglich der Minderheitenanteile aus der Beteiligung an easybell von EUR 4,3 Mio. und EUR 5,6 Mio. errechnet sich ein Equity Value von EUR 40,6 Mio. bzw. von EUR 60,4 Mio. Diskontiert mit den Kosten des Eigenkapitals von 8,9% (siehe hierzu Tabelle 4) lassen sich daraus Barwerte von EUR 11,50 (2021e) bzw. EUR 15,80 (2022e) je Aktie ableiten.

In den Jahren nach 2022e werden nach unserer Einschätzung die Kursziele und die daraus abgeleiteten Barwerte weiter ansteigen, da sich die Wertschöpfungsmarge stärker ausweitet als aus der Diskontierung „verloren“ geht. Je langfristiger ein Anleger in der Aktie investiert ist, desto größer wird für ihn nach unserer Einschätzung das Kurssteigerungspotenzial. Bis zum Jahr 2025e steigt demnach der Wert je Aktie auf bis zu

EUR 37,25 je Aktie an, was einem Barwert von EUR 26,50 je Aktie entspricht. Dies verdeutlicht die Attraktivität der ecotel-Aktie für langfristig ausgerichtete Aktionäre.

TABELLE 7: ABLEITUNG DES KURSZIELS AUS DEM WERTSCHÖPFUNGSMODELL

| | | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EV/CE | x | 1,00 | 2,21 | 2,16 | 2,12 | 1,98 | 1,81 |
| ROCE/WACC | x | 0,40 | 1,17 | 1,70 | 2,50 | 3,14 | 3,79 |
| Enterprise Value | EUR Mio. | 13,2 | 39,4 | 54,3 | 73,0 | 89,8 | 106,6 |
| Nettofinanzposition (+) bzw. -verschuldung (-) | EUR Mio. | 2,3 | 5,4 | 11,7 | 20,4 | 27,3 | 35,0 |
| Pensionsrückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anteile Dritter | EUR Mio. | -3,6 | -4,3 | -5,6 | -7,1 | -8,9 | -10,8 |
| Finanzanlagen des Anlagevermögens | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Wert des Eigenkapitals | EUR Mio. | 11,9 | 40,5 | 60,4 | 86,2 | 108,2 | 130,7 |
| Anzahl Aktien | Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Barwert je Aktie | EUR | 3,40 | 11,50 | 15,80 | 20,70 | 23,90 | 26,50 |

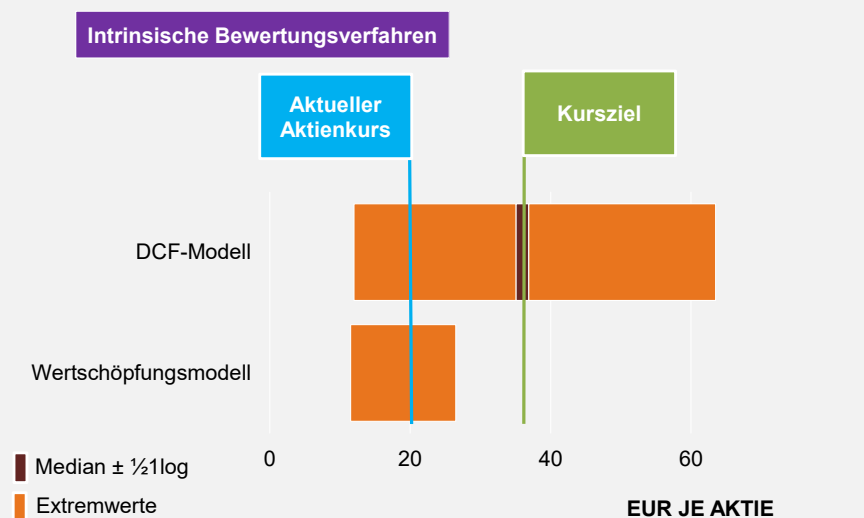
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Zusammenfassung der Ergebnisse

In nachstehender Abbildung 6 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir im DCF-Verfahren die Ergebnisse der Monte-Carlo-Simulation dargestellt haben. Aufgrund der von uns erwarteten operativen Ertragsentwicklung der ecotel sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse zeigt, dass der aktuelle Aktienkurs teils deutlich unter den fundamental-analytischen Wertergebnissen liegt.

ABBILDUNG 6: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



Aufgrund des langfristigen Wachstumscharakters des ecotel-Geschäftsmodells sehen wir in einem DCF-Modell die sinnvolle Bewertungsmethode.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiplies bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario des DCF-Bewertungsmodells) von EUR 36,90 je Aktie wäre ecotel mit folgenden Multiplies bewertet:

TABELLE 8: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ECOTEL-AKTIE

| | | Bewertung zum aktuellen Kurs | | | | | Bewertung zum Kursziel | | | | |
|-------------------|---|------------------------------|-------|-------|-------|-------|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
| KGV | x | 22,2x | 16,0x | 11,8x | 9,6x | 8,1x | 38,2x | 27,5x | 20,4x | 16,5x | 13,9x |
| EV/Umsatz | x | 0,7x | 0,6x | 0,5x | 0,4x | 0,3x | 1,3x | 1,2x | 1,0x | 0,9x | 0,7x |
| EV/EBIT | x | 8,8x | 6,0x | 4,0x | 2,9x | 2,1x | 15,6x | 11,2x | 8,0x | 6,2x | 4,9x |
| KBV | x | 3,3x | 2,9x | 2,5x | 2,2x | 1,9x | 5,7x | 5,0x | 4,3x | 3,7x | 3,2x |
| Dividendenrendite | % | 1,9% | 3,1% | 4,2% | 5,1% | 6,1% | 1,1% | 1,8% | 2,4% | 3,0% | 3,5% |

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Upside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Downside-Risiken:

- Ⓢ **Verfehlung der Guidance**, da in diesem Fall der ecotel-Vorstand den bislang guten Track Record aus dem Erreichen der ausgesprochenen Gewinnerwartungen beschädigen würde.
- Ⓢ **Unerwartete Kapitalmaßnahmen**: Nach unserer Einschätzung dürften aus Liquiditätsgründen allein, unabhängig von der von uns prognostizierten, über der Guidance liegenden Ertragsentwicklung keine Kapitalmaßnahmen erforderlich sein. Ungeachtet dessen könnte vom Vorstand ein positives Marktsentiment dazu genutzt werden, neue Liquidität durch die Ausgabe neuer Aktien einzuwerben, was mit flankierenden Marketingmaßnahmen den Aktienkurs unterstützen könnte, vom Kapitalmarkt nach unserer Einschätzung jedoch als unnötige Maßnahme interpretiert werden würde.

Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes der ecotel in den kommenden Monaten sehen wir:

- Ⓢ **Übererfüllung der Guidance** im Zuge der Veröffentlichung der kommenden Quartalszahlen;
- Ⓢ **Weitere Verbesserungen des Kunden-Mix** mit entsprechenden Konsequenzen auf die operative Profitabilität;
- Ⓢ **Erlöse aus dem Verkauf der (aus unserer Sicht) nicht-strategischen Beteiligung nacamar** und Reinvestieren der Verkaufserlöse in die Kerngeschäftsbereiche oder alternative Ausschüttung in Form einer Sonderdividende;
- Ⓢ Eine **Übernahme des Unternehmens** durch einen strategischen Wettbewerber, gegebenenfalls aus dem außereuropäischen Ausland, der sich dadurch einen schnellen Marktzutritt in Deutschland erhofft.

Aufgrund eines als „asset-light“ zu charakterisierenden Geschäftsmodells – womit ecotel im Gegensatz zur ansonsten kapitalintensiven Telekommunikationsindustrie steht – gehen wir zudem davon aus, dass ecotel seine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik fortsetzen und weiterhin mindestens 50% des Nachsteuerergebnisses ausschütten wird. Damit ist die Aktie insbesondere auch für Cashflow-suchende Anleger interessant.

Geschäftsmodell im Überblick

Firmensitz der Gesellschaft ist Düsseldorf

ecotel ist ein fast ausschließlich in Deutschland tätiges Telekommunikationsunternehmen. Als Network-Operator betreibt ecotel ein Telekommunikations-Backbone und ist durch sogenannte Netzkopplungen mit nahezu allen deutschen Telekommunikationsanbietern verbunden. Gleichzeitig wird die „letzte Meile“ zum Endkunden angemietet. Durch dieses Multi-Carrier-Konzept kann ecotel derzeit auf mehr als 1,0 Mio. Kilometer Glasfaserkabel zurückgreifen und seinen Kunden Unternehmensnetze (sogenannte Virtual Private Networks, kurz VPN) anbieten und den Kunden so standortoptimierte Anschlüsse bereitstellen. Aktuell betreut ecotel bundesweit mehr als 50.000 Kunden und stellt 50.000 Datenanschlüsse und über 360.000 Sprachkanäle bereit.

Das Unternehmen berichtet in vier, sich zum Teil ergänzenden Geschäftsbereichen. Zwei Geschäftsbereiche werden unter dem Dach der AG geführt:

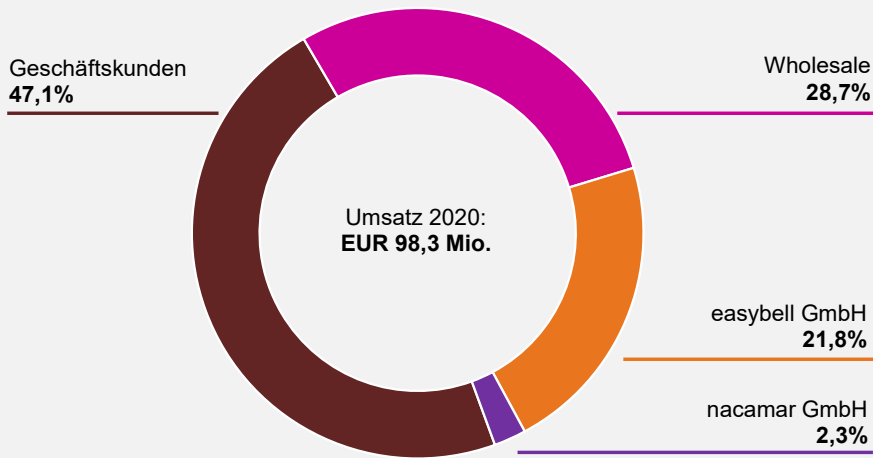
- ☉ Im Kernbereich **Geschäftskunden** (Umsatzanteil 2020: 47,1%) bietet ecotel bundesweit rund 15.000 kleinen und mittelständischen Unternehmen sowie einzelnen Großkunden ein breites Portefeuille aus Sprach- und Datenlösungen an.
- ☉ Im Geschäftsbereich **Wholesale** (Umsatzanteil 2020: 28,7%) vermarktet ecotel Vorleistungsprodukte für Sprachdienste von und an nationale und internationale Telekommunikationsunternehmen. Dieser netzübergreifende Handel von Sprachminuten ist nicht nur wenig planbar, sondern auch ausgesprochen niedrigmargig, so dass der Einfluss dieses Bereiches nach Angabe des Unternehmens geschäftspolitisch sukzessive zurückgefahren werden wird.

Zwei weitere Geschäftsbereiche werden als operativ selbständige Tochtergesellschaften geführt:

- ☉ Das Berliner Unternehmen **easybell GmbH** (Umsatzanteil 2020: 21,8%), eine 51%ige Tochtergesellschaft der ecotel, setzt den Fokus auf Cloud-Telefonie für kleine und mittelgroße Geschäftskunden und betreut noch etwa 30.000 Privatkunden mit Internet- und Telefonanschlüssen. Das Geschäftsmodell ist damit grundsätzlich mit dem des Segments Geschäftskunden vergleichbar, unterscheidet sich jedoch im Leistungsbedarf der adressierten Zielgruppe: Im Vertriebsfokus stehen vor allem Kunden, die standardisierte Produkte und automatisierte Bestellprozesse zu einem günstigen Preis-Leistungsverhältnis suchen.
- ☉ Die 1995 gegründete **nacamar GmbH** (Umsatzanteil 2020: 2,3%) ist nach Unternehmensangabe einer der größten Full-Service-New-Media-Dienstleister in Deutschland. Das 1997 von ecotel vollständig übernommene Unternehmen stellt für etwa 100 Medienunternehmen in Deutschland Dienstleistungen wie Live- oder On-Demand-Streaming, Pod- und Videocasting, Online-Videolösungen, Shared Hosting, Professional Services, Systemintegration, Beratung, Encoding, Transcoding und die Integration von Bezahlsystemen zur Verfügung.

Zusammen mit seinen Tochtergesellschaften und Beteiligungen beschäftigt der ecotel-Konzern derzeit rund 300 Mitarbeiter.

ABBILDUNG 7: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2020



Kerngeschäftsfeld von ecotel ist der Bereich Geschäftskunden, der im vergangenen Jahr für EUR 46,3 Mio. oder 47,1% der Konzern Erlöse verantwortlich war. An zweiter Stelle rangiert (noch) der Bereich Wholesale (EUR 28,3 Mio. oder 28,7%), gefolgt vom Bereich easybell mit Erlösen von EUR 21,5 Mio. (21,8% der Konzern Erlöse). Kleinster Geschäftsbereich ist die Tochtergesellschaft nacamar mit EUR 2,3 Mio. bzw. 2,3% der Konzern Erlöse.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-----------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Erlöse | EUR Mio. | 94,3 | 91,2 | 101,5 | 106,3 | 116,6 | 120,6 | 98,9 |
| YoY | % | 11,6% | -3,3% | 11,3% | 4,7% | 9,7% | 3,4% | -18,0% |
| Bestandsveränderungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierete Eigenleistungen | EUR Mio. | 0,1 | 0,0 | 2,9 | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Sonstige betrieblichen Erträge | EUR Mio. | 1,0 | 0,6 | 0,0 | 2,1 | 0,7 | 0,3 | 0,3 |
| Gesamtleistung | EUR Mio. | 95,4 | 91,9 | 104,4 | 108,6 | 117,8 | 121,4 | 99,7 |
| YoY | % | 10,8% | -3,7% | 13,7% | 4,0% | 8,5% | 3,1% | -17,9% |
| Materialaufwand | EUR Mio. | -69,2 | -64,4 | -74,9 | -78,6 | -88,2 | -90,7 | -66,9 |
| in % der Gesamtleistung | % | -72,6% | -70,1% | -71,7% | -72,3% | -74,8% | -74,7% | -67,1% |
| Rohertrag | EUR Mio. | 26,2 | 27,4 | 29,5 | 30,1 | 29,6 | 30,7 | 32,8 |
| YoY | % | -0,3% | 4,9% | 7,6% | 1,8% | -1,4% | 3,5% | n/a |
| in % der Gesamtleistung | % | 27,4% | 29,9% | 28,3% | 27,7% | 25,2% | 25,3% | 32,9% |
| Personalaufwand | EUR Mio. | -10,0 | -10,6 | -11,9 | -11,9 | -13,1 | -13,4 | -14,4 |
| in % der Gesamtleistung | % | -10,5% | -11,5% | -11,4% | -11,0% | -11,1% | -11,0% | -14,4% |
| Sonstiger betrieblicher Aufwand | EUR Mio. | -9,3 | -10,3 | -10,4 | -10,3 | -9,9 | -10,5 | -11,0 |
| in % der Gesamtleistung | % | -9,7% | -11,2% | -10,0% | -9,5% | -8,4% | -8,7% | -11,0% |
| EBITDA | EUR Mio. | 6,8 | 6,6 | 7,3 | 7,9 | 6,6 | 6,7 | 7,4 |
| YoY | % | -2,9% | -4,0% | 10,4% | 8,5% | -15,7% | 1,7% | 10,4% |
| in % der Gesamtleistung | % | 7,2% | 7,2% | 6,9% | 7,2% | 5,6% | 5,6% | 7,5% |
| Abschreibungen | EUR Mio. | -6,5 | -3,4 | -4,3 | -4,2 | -4,3 | -4,6 | -5,3 |
| Amortisation | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | EUR Mio. | 0,4 | 3,2 | 3,0 | 3,6 | 2,3 | 2,1 | 2,2 |
| YoY | % | -87,3% | 704,7% | -5,6% | 22,1% | -35,5% | -10,9% | 2,9% |
| YoY | EUR Mio. | -2,7 | 2,8 | -0,2 | 0,7 | -1,3 | -0,3 | 0,1 |
| in % der Gesamtleistung | % | 0,4% | 3,4% | 2,9% | 3,4% | 2,0% | 1,7% | 2,2% |
| Ergebnis aus Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettofinanzergebnis | EUR Mio. | -1,3 | -0,2 | 0,3 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | -0,1 |
| A. o. Ergebnis | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | -0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | EUR Mio. | -0,9 | 2,9 | 2,8 | 3,5 | 2,3 | 2,1 | 2,0 |
| in % der Gesamtleistung | % | -0,9% | 3,2% | 2,7% | 3,2% | 1,9% | 1,7% | 2,0% |
| Steuern | EUR Mio. | -0,8 | -0,9 | -1,0 | -1,1 | -0,5 | -0,8 | -0,6 |
| in % des EBT | % | 86,9% | -31,5% | -36,9% | -31,0% | -23,8% | -35,6% | -31,7% |
| Sonstige Steuern | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettoergebnis | EUR Mio. | -1,6 | 2,0 | 1,8 | 2,4 | 1,7 | 1,4 | 1,4 |
| in % der Gesamtleistung | % | -1,7% | 2,2% | 1,7% | 2,2% | 1,5% | 1,1% | 1,4% |
| Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ergebnisanteile Dritter | EUR Mio. | -0,9 | -0,6 | -0,6 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -0,9 |
| Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter | EUR Mio. | -2,6 | 1,4 | 1,2 | 1,6 | 0,8 | 0,5 | 0,5 |
| Anzahl der Aktien (basic) | Mio. | 3,7 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| davon Stammaktien | Mio. | 3,7 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| davon Vorzugsaktien | Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anzahl der Aktien (verwässert) | Mio. | 3,7 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| EPS (basic) | EUR | -0,70 | 0,40 | 0,33 | 0,46 | 0,24 | 0,13 | 0,13 |
| EPS (verwässert) | EUR | -0,70 | 0,40 | 0,33 | 0,46 | 0,24 | 0,13 | 0,13 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|-----------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Erlöse | EUR Mio. | 82,8 | 98,3 | 96,6 | 101,3 | 109,2 | 120,2 | 131,4 |
| YoY | % | -16,3% | 18,8% | -1,7% | 4,9% | 7,8% | 10,1% | 9,3% |
| Bestandsveränderungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierete Eigenleistungen | EUR Mio. | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,4 |
| Sonstige betrieblichen Erträge | EUR Mio. | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Gesamtleistung | EUR Mio. | 83,9 | 99,1 | 97,4 | 102,1 | 110,0 | 121,0 | 132,2 |
| YoY | % | -15,9% | 18,2% | -1,8% | 4,9% | 7,7% | 10,0% | 9,3% |
| Materialaufwand | EUR Mio. | -49,2 | -60,6 | -53,5 | -53,0 | -54,4 | -59,1 | -63,9 |
| in % der Gesamtleistung | % | -58,6% | -61,1% | -54,9% | -51,9% | -49,5% | -48,8% | -48,3% |
| Rohertrag | EUR Mio. | 34,7 | 38,5 | 43,9 | 49,2 | 55,6 | 61,9 | 68,4 |
| YoY | % | 5,9% | 11,0% | 14,0% | 11,9% | 13,1% | 11,4% | 10,4% |
| in % der Gesamtleistung | % | 41,4% | 38,9% | 45,1% | 48,1% | 50,5% | 51,2% | 51,7% |
| Personalaufwand | EUR Mio. | -15,6 | -16,3 | -17,1 | -18,2 | -19,2 | -20,4 | -21,5 |
| in % der Gesamtleistung | % | 51,0 | 51,7 | 52,9 | 54,5 | 56,2 | 57,9 | 59,6 |
| Sonstiger betrieblicher Aufwand | EUR Mio. | -10,4 | -10,7 | -10,6 | -12,5 | -15,1 | -17,6 | -20,1 |
| in % der Gesamtleistung | % | -12,4% | -10,8% | -10,8% | -12,2% | -13,7% | -14,5% | -15,2% |
| EBITDA | EUR Mio. | 8,7 | 11,6 | 16,2 | 18,5 | 21,3 | 24,0 | 26,7 |
| YoY | % | 17,0% | 32,7% | 40,2% | 14,2% | 15,0% | 12,7% | 11,3% |
| in % der Gesamtleistung | % | 10,4% | 11,7% | 16,7% | 18,1% | 19,4% | 19,8% | 20,2% |
| Abschreibungen | EUR Mio. | -7,2 | -7,5 | -8,1 | -7,8 | -7,4 | -7,4 | -7,3 |
| Amortisation | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | EUR Mio. | 1,5 | 4,0 | 8,1 | 10,7 | 13,8 | 16,6 | 19,4 |
| YoY | % | -31,1% | 171,0% | 101,7% | 31,9% | 29,6% | 19,9% | 16,8% |
| YoY | EUR Mio. | -0,7 | 2,5 | 4,1 | 2,6 | 3,2 | 2,8 | 2,8 |
| in % der Gesamtleistung | % | 1,8% | 4,1% | 8,3% | 10,5% | 12,6% | 13,7% | 14,7% |
| Ergebnis aus Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettofinanzergebnis | EUR Mio. | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| A. o. Ergebnis | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | EUR Mio. | 1,2 | 3,8 | 7,9 | 10,5 | 13,7 | 16,4 | 19,2 |
| in % der Gesamtleistung | % | 1,5% | 3,8% | 8,2% | 10,3% | 12,4% | 13,5% | 14,5% |
| Steuern | EUR Mio. | -0,3 | -1,1 | -2,5 | -3,3 | -4,2 | -5,1 | -5,9 |
| in % des EBT | % | -27,5% | -30,2% | -31,0% | -31,0% | -31,0% | -31,0% | -31,0% |
| Sonstige Steuern | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettoergebnis | EUR Mio. | 0,9 | 2,6 | 5,5 | 7,3 | 9,4 | 11,3 | 13,2 |
| in % der Gesamtleistung | % | 1,1% | 2,7% | 5,6% | 7,1% | 8,6% | 9,3% | 10,0% |
| Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ergebnisanteile Dritter | EUR Mio. | -1,1 | -1,6 | -2,1 | -2,5 | -3,1 | -3,5 | -3,9 |
| Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter | EUR Mio. | -0,2 | 1,0 | 3,4 | 4,7 | 6,4 | 7,8 | 9,3 |
| Anzahl der Aktien (basic) | Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| davon Stammaktien | Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| davon Vorzugsaktien | Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anzahl der Aktien (verwässert) | Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| EPS (basic) | EUR | -0,05 | 0,28 | 0,96 | 1,34 | 1,81 | 2,23 | 2,65 |
| EPS (verwässert) | EUR | -0,05 | 0,28 | 0,96 | 1,34 | 1,81 | 2,23 | 2,65 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz und Rohertrag nach Segmenten, 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | EUR Mio. | 94,3 | 91,2 | 101,5 | 106,3 | 116,6 | 120,6 | 98,9 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | 40,7 | 42,1 | 41,9 | 42,9 | 45,3 | 47,6 | 48,1 |
| Wholesale | EUR Mio. | 40,8 | 34,7 | 43,2 | 45,8 | 54,4 | 55,8 | 32,9 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 15,1 | 15,2 | 15,9 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,7 | 2,0 | 1,9 |
| New Business | EUR Mio. | 12,7 | 14,4 | 16,4 | 17,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | 11,6% | -3,3% | 11,3% | 4,7% | 9,7% | 3,4% | -18,0% |
| Geschäftskunden | % | -2,0% | 3,3% | -0,5% | 2,5% | 5,6% | 5,1% | 1,1% |
| Wholesale | % | 33,4% | -15,0% | 24,5% | 5,9% | 18,8% | 2,5% | -41,0% |
| easybell GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0,6% | 4,6% |
| nacamar GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 15,9% | -5,4% |
| New Business | % | 3,4% | 13,5% | 13,5% | 7,3% | -100,0% | n/a | n/a |
| in % der Bruttoumsätze | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Geschäftskunden | % | 43,2% | 46,1% | 41,3% | 40,4% | 38,9% | 39,5% | 48,7% |
| Wholesale | % | 43,3% | 38,0% | 42,6% | 43,1% | 46,7% | 46,2% | 33,3% |
| easybell GmbH | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 13,0% | 12,6% | 16,1% |
| nacamar GmbH | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,5% | 1,7% | 1,9% |
| New Business | % | 13,5% | 15,8% | 16,1% | 16,5% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rohertrag | EUR Mio. | 25,1 | 26,8 | 26,6 | 27,8 | 28,4 | 29,9 | 32,0 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | 18,9 | 21,2 | 20,6 | 20,9 | 21,7 | 22,7 | 23,6 |
| Wholesale | EUR Mio. | 1,0 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 5,5 | 5,9 | 7,0 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,8 | 0,9 | 1,0 |
| New Business | EUR Mio. | 5,2 | 5,0 | 5,4 | 6,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | 1,7% | 7,0% | -0,7% | 4,3% | 2,5% | 5,0% | 7,2% |
| Geschäftskunden | % | 0,7% | 12,2% | -2,6% | 1,3% | 4,1% | 4,4% | 4,1% |
| Wholesale | % | -28,7% | -31,9% | -11,8% | -35,0% | -7,7% | 6,1% | 9,4% |
| easybell GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 6,2% | 19,0% |
| nacamar GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 12,6% | 6,5% |
| New Business | % | 15,6% | -4,5% | 8,8% | 20,1% | -100,0% | n/a | n/a |
| in % der Umsätze | % | 26,6% | 29,4% | 26,2% | 26,1% | 24,4% | 24,8% | 32,4% |
| Geschäftskunden | % | 46,3% | 50,3% | 49,2% | 48,6% | 47,9% | 47,7% | 49,1% |
| Wholesale | % | 2,4% | 2,0% | 1,4% | 0,9% | 0,7% | 0,7% | 1,3% |
| easybell GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | 36,4% | 38,4% | 43,7% |
| nacamar GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | 48,8% | 47,4% | 53,4% |
| New Business | % | 40,9% | 34,4% | 33,0% | 36,9% | n/a | n/a | n/a |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Umsatz und Rohertrag nach Segmenten, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | EUR Mio. | 82,8 | 98,3 | 96,6 | 101,3 | 109,2 | 120,2 | 131,4 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | 46,9 | 46,3 | 49,8 | 54,6 | 61,7 | 68,3 | 74,9 |
| Wholesale | EUR Mio. | 15,4 | 28,3 | 19,6 | 15,7 | 12,4 | 12,5 | 12,7 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 18,6 | 21,5 | 24,8 | 28,4 | 32,3 | 36,4 | 40,7 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 1,9 | 2,3 | 2,4 | 2,6 | 2,8 | 3,0 | 3,2 |
| New Business | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | -16,3% | 18,8% | -1,7% | 4,9% | 7,8% | 10,1% | 9,3% |
| Geschäftskunden | % | -2,6% | -1,2% | 7,5% | 9,7% | 12,9% | 10,7% | 9,7% |
| Wholesale | % | -53,3% | 83,9% | -30,6% | -20,0% | -20,8% | 1,0% | 1,0% |
| easybell GmbH | % | 16,7% | 15,3% | 15,5% | 14,6% | 13,6% | 12,7% | 11,8% |
| nacamar GmbH | % | 0,1% | 20,2% | 7,3% | 7,7% | 7,0% | 6,4% | 5,9% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| in % der Bruttoumsätze | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Geschäftskunden | % | 56,7% | 47,1% | 51,5% | 53,9% | 56,5% | 56,8% | 57,0% |
| Wholesale | % | 18,6% | 28,7% | 20,3% | 15,5% | 11,4% | 10,4% | 9,6% |
| easybell GmbH | % | 22,5% | 21,8% | 25,7% | 28,0% | 29,6% | 30,3% | 30,9% |
| nacamar GmbH | % | 2,3% | 2,3% | 2,5% | 2,6% | 2,6% | 2,5% | 2,4% |
| New Business | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rohertrag | EUR Mio. | 33,6 | 37,7 | 43,2 | 48,4 | 54,8 | 61,1 | 67,5 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | 23,8 | 24,2 | 26,9 | 30,1 | 34,3 | 38,1 | 42,0 |
| Wholesale | EUR Mio. | 0,4 | 0,8 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 8,3 | 11,2 | 14,0 | 16,0 | 18,2 | 20,5 | 22,9 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 1,1 | 1,5 | 1,6 | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 2,1 |
| New Business | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | 4,9% | 12,3% | 14,5% | 12,1% | 13,2% | 11,5% | 10,5% |
| Geschäftskunden | % | 0,7% | 1,8% | 11,0% | 11,9% | 14,0% | 11,2% | 10,2% |
| Wholesale | % | -6,9% | 112,6% | -17,0% | -20,8% | -21,6% | 0,0% | 0,0% |
| easybell GmbH | % | 18,9% | 34,8% | 25,1% | 14,6% | 13,7% | 12,7% | 11,8% |
| nacamar GmbH | % | 9,7% | 34,6% | 9,8% | 7,7% | 7,1% | 6,5% | 5,9% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| in % der Umsätze | % | 40,6% | 38,3% | 44,7% | 47,7% | 50,2% | 50,8% | 51,4% |
| Geschäftskunden | % | 50,7% | 52,3% | 54,0% | 55,0% | 55,6% | 55,8% | 56,1% |
| Wholesale | % | 2,5% | 2,9% | 3,5% | 3,5% | 3,4% | 3,4% | 3,4% |
| easybell GmbH | % | 44,5% | 52,1% | 56,4% | 56,4% | 56,4% | 56,4% | 56,4% |
| nacamar GmbH | % | 58,6% | 65,6% | 67,1% | 67,1% | 67,2% | 67,2% | 67,3% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

EBITDA und EBIT nach Segmenten, 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------|-----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-------------|
| EBITDA | EUR Mio. | 6,8 | 6,7 | 7,3 | 7,9 | 6,6 | 6,9 | 7,5 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | 4,1 | 4,9 | 5,4 | 5,2 | 3,9 | 3,7 | 3,9 |
| Wholesale | EUR Mio. | 0,3 | 0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,1 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 3,0 | 3,0 | 3,3 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | 0,2 | 0,2 |
| New Business | EUR Mio. | 2,4 | 1,6 | 1,8 | 2,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | -2,9% | -2,0% | 8,1% | 8,5% | -15,7% | 3,4% | 9,9% |
| Geschäftskunden | % | -0,2% | 19,2% | 10,1% | -3,8% | -26,3% | -4,3% | 5,5% |
| Wholesale | % | -69,1% | -58,9% | -58,8% | -196,3% | 150,0% | -37,7% | -181,5% |
| easybell GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 1,7% | 10,0% |
| nacamar GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | -333,0% | 11,7% |
| New Business | % | 27,6% | -31,1% | 7,6% | 52,2% | -100,0% | n/a | n/a |
| in % der Umsätze | % | 7,3% | 7,4% | 7,1% | 7,4% | 5,7% | 5,7% | 7,6% |
| Geschäftskunden | % | 10,2% | 11,7% | 13,0% | 12,2% | 8,5% | 7,7% | 8,1% |
| Wholesale | % | 0,8% | 0,4% | 0,1% | -0,1% | -0,2% | -0,1% | 0,2% |
| easybell GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | 19,8% | 20,0% | 21,0% |
| nacamar GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | -5,1% | 10,3% | 12,2% |
| New Business | % | 18,8% | 11,4% | 10,8% | 15,3% | n/a | n/a | n/a |
| EBIT | EUR Mio. | 0,4 | 3,3 | 3,0 | 3,6 | 2,3 | 2,1 | 2,2 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | 1,3 | 2,3 | 1,9 | 1,4 | 0,1 | -0,5 | -0,8 |
| Wholesale | EUR Mio. | 0,2 | 0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,1 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2,6 | 2,6 | 2,7 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,2 | 0,1 | 0,1 |
| New Business | EUR Mio. | -1,2 | 0,9 | 1,1 | 2,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | -87,3% | 737,9% | -9,5% | 22,0% | -35,5% | -10,9% | 2,9% |
| Geschäftskunden | % | -25,7% | 70,0% | -18,2% | -25,6% | -94,1% | -742,7% | 46,7% |
| Wholesale | % | -59,7% | -41,0% | -60,3% | -200,0% | 150,0% | -37,7% | -181,5% |
| easybell GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0,2% | 5,0% |
| nacamar GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | -148,5% | 29,6% |
| New Business | % | -258,2% | -175,1% | 20,8% | 116,5% | -100,0% | n/a | n/a |
| in % der Umsätze | % | 0,4% | 3,6% | 2,9% | 3,4% | 2,0% | 1,7% | 2,2% |
| Geschäftskunden | % | 3,3% | 5,4% | 4,5% | 3,2% | 0,2% | -1,1% | -1,6% |
| Wholesale | % | 0,5% | 0,4% | 0,1% | -0,1% | -0,2% | -0,1% | 0,2% |
| easybell GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | 17,2% | 17,1% | 17,1% |
| nacamar GmbH | % | n/a | n/a | n/a | n/a | -11,8% | 4,9% | 6,7% |
| New Business | % | -9,2% | 6,1% | 6,5% | 13,1% | n/a | n/a | n/a |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

EBITDA und EBIT nach Segmenten, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA | EUR Mio. | 8,8 | 11,7 | 16,2 | 18,5 | 21,3 | 24,0 | 26,7 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | 4,3 | 4,8 | 7,6 | 8,7 | 10,1 | 11,3 | 12,6 |
| Wholesale | EUR Mio. | 0,1 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 4,0 | 5,9 | 7,6 | 8,8 | 10,2 | 11,6 | 13,0 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| New Business | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | 16,7% | 32,8% | 38,8% | 14,2% | 15,0% | 12,7% | 11,3% |
| Geschäftskunden | % | 11,8% | 10,2% | 58,6% | 14,0% | 16,2% | 12,8% | 10,6% |
| Wholesale | % | 33,3% | 405,7% | -24,7% | -20,0% | -20,8% | 1,0% | 1,0% |
| easybell GmbH | % | 19,1% | 46,7% | 29,8% | 16,4% | 15,4% | 13,3% | 12,4% |
| nacamar GmbH | % | 59,8% | 61,5% | 15,3% | 8,8% | 8,2% | 7,6% | 7,0% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| in % der Umsätze | % | 10,6% | 11,9% | 16,8% | 18,3% | 19,5% | 20,0% | 20,3% |
| Geschäftskunden | % | 9,3% | 10,3% | 15,3% | 15,8% | 16,3% | 16,6% | 16,8% |
| Wholesale | % | 0,6% | 1,6% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% |
| easybell GmbH | % | 21,4% | 27,3% | 30,7% | 31,2% | 31,7% | 31,8% | 32,0% |
| nacamar GmbH | % | 19,4% | 26,1% | 28,0% | 28,3% | 28,6% | 28,9% | 29,2% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EBIT | EUR Mio. | 1,5 | 4,0 | 8,1 | 10,7 | 13,8 | 16,6 | 19,4 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | -1,8 | -1,5 | 0,9 | 2,1 | 3,6 | 4,9 | 6,2 |
| Wholesale | EUR Mio. | 0,1 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 3,1 | 4,8 | 6,5 | 7,9 | 9,6 | 11,0 | 12,5 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 |
| New Business | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | -31,1% | 170,9% | 101,7% | 31,9% | 29,6% | 19,9% | 16,8% |
| Geschäftskunden | % | 139,2% | -18,4% | -160,3% | 129,5% | 72,0% | 37,2% | 25,7% |
| Wholesale | % | 33,3% | 405,7% | -24,7% | -20,0% | -20,8% | 1,0% | 1,0% |
| easybell GmbH | % | 12,8% | 54,2% | 36,3% | 22,3% | 21,2% | 14,5% | 13,5% |
| nacamar GmbH | % | 27,6% | 103,7% | 15,2% | 8,6% | 7,9% | 7,3% | 6,7% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| in % der Umsätze | % | 1,8% | 4,1% | 8,4% | 10,5% | 12,7% | 13,8% | 14,8% |
| Geschäftskunden | % | -3,9% | -3,3% | 1,8% | 3,8% | 5,8% | 7,2% | 8,3% |
| Wholesale | % | 0,6% | 1,6% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% |
| easybell GmbH | % | 16,6% | 22,1% | 26,1% | 27,9% | 29,7% | 30,2% | 30,7% |
| nacamar GmbH | % | 8,6% | 14,6% | 15,6% | 15,8% | 15,9% | 16,0% | 16,2% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Regionen, 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | EUR Mio. | 94,3 | 91,2 | 101,5 | 106,3 | 116,6 | 120,6 | 98,9 |
| Deutschland | EUR Mio. | 76,7 | 73,2 | 75,4 | 73,7 | 72,4 | 69,7 | 69,4 |
| EU | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| USA | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rest der Welt | EUR Mio. | 17,6 | 18,0 | 26,1 | 32,6 | 44,2 | 51,0 | 29,5 |
| YoY | % | 11,6% | -3,3% | 11,3% | 4,7% | 9,7% | 3,4% | -18,0% |
| Deutschland | % | 3,2% | -4,6% | 2,9% | -2,3% | -1,7% | -3,8% | -0,4% |
| EU | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| USA | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Rest der Welt | % | 72,9% | 2,5% | 45,0% | 24,9% | 35,3% | 15,3% | -42,1% |
| in % der Umsätze | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Deutschland | % | 81,3% | 80,2% | 74,3% | 69,3% | 62,1% | 57,8% | 70,2% |
| EU | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| USA | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rest der Welt | % | 18,7% | 19,8% | 25,7% | 30,7% | 37,9% | 42,2% | 29,8% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Umsatz nach Regionen, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | EUR Mio. | 82,8 | 98,3 | 96,6 | 101,3 | 109,2 | 120,2 | 131,4 |
| Deutschland | EUR Mio. | 76,6 | 95,4 | 94,0 | 98,6 | 106,4 | 117,4 | 128,6 |
| EU | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| USA | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rest der Welt | EUR Mio. | 6,1 | 2,9 | 2,6 | 2,7 | 2,8 | 2,8 | 2,8 |
| YoY | % | -16,3% | 18,8% | -1,7% | 4,9% | 7,8% | 10,1% | 9,3% |
| Deutschland | % | 10,5% | 24,4% | -1,5% | 4,9% | 7,9% | 10,3% | 9,5% |
| EU | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| USA | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Rest der Welt | % | -79,3% | -52,2% | -10,0% | 3,0% | 2,0% | 1,0% | -0,1% |
| in % der Umsätze | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Deutschland | % | 92,6% | 97,0% | 97,3% | 97,3% | 97,5% | 97,7% | 97,9% |
| EU | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| USA | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rest der Welt | % | 7,4% | 3,0% | 2,7% | 2,7% | 2,5% | 2,3% | 2,1% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Langfristiges Vermögen | EUR Mio. | 21,1 | 21,1 | 23,0 | 22,0 | 21,7 | 22,5 | 26,3 |
| Immaterielles Vermögen | EUR Mio. | 13,8 | 13,8 | 13,1 | 12,7 | 12,5 | 12,7 | 15,8 |
| Goodwill | EUR Mio. | 8,9 | 8,9 | 8,9 | 8,9 | 8,9 | 8,9 | 8,9 |
| Immaterielles Vermögen | EUR Mio. | 4,9 | 4,9 | 4,2 | 3,8 | 3,6 | 3,8 | 4,1 |
| Nutzungsrechte | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2,8 |
| Sachanlagevermögen | EUR Mio. | 5,9 | 5,9 | 9,1 | 8,5 | 8,5 | 8,8 | 9,0 |
| Grundstücke | EUR Mio. | 5,9 | 5,9 | 9,1 | 8,5 | 8,5 | 8,8 | 9,0 |
| Technische Anlagen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Andere Anlagen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Geleistete Anzahlungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Beteiligungen/Finanzanlagen | EUR Mio. | 1,4 | 1,4 | 0,7 | 0,8 | 0,6 | 0,7 | 0,9 |
| Beteiligungen | EUR Mio. | 1,4 | 1,4 | 0,7 | 0,1 | 0,6 | 0,7 | 0,9 |
| Sonstige Vermögensgegenstände | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Forderungen an Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Geleistete Anzahlungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Latente Steueransprüche | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,3 | 0,7 |
| Kurzfristiges Vermögen | EUR Mio. | 21,5 | 20,8 | 20,1 | 28,0 | 19,2 | 18,5 | 16,7 |
| Vorräte | EUR Mio. | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| DIO | d | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Forderungen aus Lieferung und Leistung | EUR Mio. | 12,5 | 11,8 | 13,3 | 17,7 | 9,3 | 9,3 | 7,9 |
| DSO | d | 48 | 47 | 47 | 60 | 29 | 28 | 29 |
| Forderungen an Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Forderungen gegenüber nahestehenden Personen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | EUR Mio. | 1,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| Sonstige finanzielle Vermögenswerte | EUR Mio. | 0,0 | 1,0 | 0,6 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 2,1 |
| Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte | EUR Mio. | 0,0 | 0,4 | 1,2 | 0,8 | 0,7 | 1,0 | 0,6 |
| Liquide Mittel | EUR Mio. | 7,5 | 7,5 | 5,0 | 7,7 | 7,5 | 6,4 | 6,1 |
| davon verpfändet | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktive latente Steuern | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,8 | 0,2 | 0,6 | 0,8 | 0,6 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bilanzsumme | EUR Mio. | 42,7 | 42,0 | 43,8 | 50,2 | 41,5 | 41,8 | 43,7 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva), 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Langfristiges Vermögen | EUR Mio. | 37,8 | 37,4 | 37,8 | 36,2 | 33,3 | 33,1 | 33,2 |
| Immaterielles Vermögen | EUR Mio. | 24,5 | 24,4 | 25,9 | 26,9 | 27,3 | 27,8 | 28,3 |
| Goodwill | EUR Mio. | 8,9 | 8,9 | 8,9 | 8,9 | 8,9 | 8,9 | 8,9 |
| Immaterielles Vermögen | EUR Mio. | 4,4 | 4,8 | 5,8 | 5,9 | 6,2 | 6,4 | 6,7 |
| Nutzungsrechte | EUR Mio. | 8,4 | 7,4 | 7,3 | 7,1 | 6,9 | 6,7 | 6,6 |
| Sonstiges | EUR Mio. | 2,8 | 3,2 | 3,9 | 5,0 | 5,4 | 5,8 | 6,2 |
| Sachanlagevermögen | EUR Mio. | 11,1 | 10,5 | 9,7 | 7,5 | 4,6 | 4,2 | 3,8 |
| Grundstücke | EUR Mio. | 11,1 | 10,5 | 9,7 | 7,5 | 4,6 | 4,2 | 3,8 |
| Technische Anlagen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Andere Anlagen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Geleistete Anzahlungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Beteiligungen/Finanzanlagen | EUR Mio. | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Beteiligungen | EUR Mio. | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Sonstige Vermögensgegenstände | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Forderungen an Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Geleistete Anzahlungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Latente Steueransprüche | EUR Mio. | 1,2 | 1,4 | 1,1 | 0,7 | 0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Kurzfristiges Vermögen | EUR Mio. | 18,7 | 16,1 | 16,9 | 21,3 | 30,1 | 38,0 | 46,8 |
| Vorräte | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| DIO | d | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Forderungen aus Lieferung und Leistung | EUR Mio. | 7,4 | 7,2 | 7,2 | 7,6 | 8,3 | 9,2 | 10,1 |
| DSO | d | 32 | 26 | 27 | 27 | 27 | 28 | 28 |
| Forderungen an Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Forderungen gegenüber nahestehenden Personen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Sonstige finanzielle Vermögenswerte | EUR Mio. | 2,5 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte | EUR Mio. | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Liquide Mittel | EUR Mio. | 8,3 | 7,8 | 8,5 | 12,4 | 20,4 | 27,3 | 35,0 |
| davon verpfändet | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktive latente Steuern | EUR Mio. | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,9 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bilanzsumme | EUR Mio. | 56,8 | 53,9 | 55,3 | 58,1 | 64,0 | 71,9 | 80,9 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva), 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Eigenkapital | EUR Mio. | 19,3 | 18,8 | 20,7 | 22,0 | 22,4 | 22,5 | 22,7 |
| Eigenkapitalquote | % | 45,3% | 44,9% | 47,1% | 43,8% | 54,1% | 53,9% | 52,0% |
| Grundkapital | EUR Mio. | 3,7 | 3,7 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Kapitalrücklage | EUR Mio. | 1,4 | 1,4 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Währungsanpassungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Gewinnrücklagen | EUR Mio. | 12,5 | 12,0 | 13,2 | 14,2 | 14,3 | 13,9 | 14,1 |
| Bilanzverlust/-gewinn | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Eigene Anteile | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anteile anderer Gesellschafter | EUR Mio. | 1,7 | 1,7 | 2,1 | 2,4 | 2,8 | 3,2 | 3,3 |
| Genussrechtskapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonderposten mit Rücklageanteil | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pensionsrückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 17,2 | 17,2 | 16,4 | 22,9 | 15,7 | 13,8 | 14,2 |
| Bankschulden | EUR Mio. | 2,5 | 2,489 | 1,105 | 1,171 | 1,796 | 1,308 | 1,609 |
| Anleihe | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Genussrechtskapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Stille Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen | EUR Mio. | 13,0 | 13,0 | 12,0 | 19,4 | 11,7 | 10,4 | 9,2 |
| DPO | d | 50 | 51 | 43 | 66 | 36 | 31 | 34 |
| Erhaltene Anzahlungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 1,5 | 1,5 | 3,3 | 2,2 | 2,3 | 2,0 | 3,4 |
| Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen | EUR Mio. | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Langfristige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 4,8 | 4,8 | 5,4 | 4,0 | 2,2 | 3,9 | 4,8 |
| Bankschulden | EUR Mio. | 4,8 | 4,831 | 5,384 | 3,964 | 2,168 | 3,859 | 4,050 |
| Anleihe | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Genussrechtskapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Stille Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Langfristige Leasingverbindlichkeiten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,8 |
| Passive latente Steuern | EUR Mio. | 1,4 | 1,1 | 1,4 | 1,4 | 1,1 | 1,6 | 1,9 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bilanzsumme | EUR Mio. | 42,7 | 42,0 | 43,8 | 50,2 | 41,5 | 41,8 | 43,7 |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL | | | | | | | | |

Bilanz (Passiva), 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Eigenkapital | EUR Mio. | 22,2 | 23,4 | 27,1 | 31,6 | 37,2 | 43,6 | 51,0 |
| Eigenkapitalquote | % | 39,0% | 43,4% | 49,0% | 54,4% | 58,1% | 60,6% | 63,1% |
| Grundkapital | EUR Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Kapitalrücklage | EUR Mio. | 1,8 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 |
| Währungsanpassungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Gewinnrücklagen | EUR Mio. | 13,4 | 14,4 | 17,3 | 20,6 | 24,6 | 29,3 | 34,8 |
| Bilanzverlust/-gewinn | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Eigene Anteile | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anteile anderer Gesellschafter | EUR Mio. | 3,4 | 3,6 | 4,3 | 5,6 | 7,1 | 8,9 | 10,8 |
| Genussrechtskapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonderposten mit Rücklageanteil | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pensionsrückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 17,8 | 16,8 | 17,0 | 16,2 | 16,7 | 18,3 | 20,0 |
| Bankschulden | EUR Mio. | 1,750 | 2,4 | 2,4 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anleihe | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Genussrechtskapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Stille Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten | EUR Mio. | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen | EUR Mio. | 10,5 | 9,1 | 9,2 | 10,0 | 11,0 | 12,5 | 14,1 |
| DPO | d | 46 | 33 | 34 | 35 | 36 | 38 | 39 |
| Erhaltene Anzahlungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 4,3 | 4,1 | 4,2 | 4,3 | 4,4 | 4,6 | 4,7 |
| Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Langfristige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 15,5 | 12,0 | 9,4 | 8,5 | 8,3 | 8,1 | 7,9 |
| Bankschulden | EUR Mio. | 5,500 | 3,1 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anleihe | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Genussrechtskapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Stille Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Langfristige Leasingverbindlichkeiten | EUR Mio. | 7,4 | 6,5 | 6,3 | 6,2 | 6,0 | 5,9 | 5,7 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 2,7 | 2,4 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,1 |
| Passive latente Steuern | EUR Mio. | 1,3 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 1,9 | 2,0 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bilanzsumme | EUR Mio. | 56,8 | 53,9 | 55,3 | 58,1 | 64,0 | 71,9 | 80,9 |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN | | | | | | | | |

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Langfristiges Vermögen | % | 49,5% | 50,4% | 52,4% | 43,8% | 52,4% | 53,8% | 60,3% |
| Immaterielles Vermögen | % | 32,3% | 32,9% | 29,9% | 25,3% | 30,1% | 30,4% | 36,1% |
| Goodwill | % | 20,8% | 21,1% | 20,2% | 17,7% | 21,4% | 21,2% | 20,3% |
| Immaterielles Vermögen | % | 11,5% | 11,7% | 9,6% | 7,7% | 8,8% | 9,1% | 9,4% |
| Nutzungsrechte | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstiges | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 6,4% |
| Sachanlagevermögen | % | 13,9% | 14,2% | 20,8% | 16,9% | 20,4% | 20,9% | 20,6% |
| Grundstücke | % | 13,9% | 14,2% | 20,8% | 16,9% | 20,4% | 20,9% | 20,6% |
| Technische Anlagen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Andere Anlagen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Geleistete Anzahlungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Beteiligungen/Finanzanlagen | % | 3,3% | 3,4% | 1,5% | 1,5% | 1,4% | 1,7% | 2,0% |
| Beteiligungen | % | 3,3% | 3,4% | 1,5% | 0,2% | 1,4% | 1,7% | 2,0% |
| Sonstige Vermögensgegenstände | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,4% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen an Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Geleistete Anzahlungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Latente Steueransprüche | % | 0,0% | 0,0% | 0,2% | 0,1% | 0,4% | 0,8% | 1,7% |
| Kurzfristiges Vermögen | % | 50,4% | 49,6% | 45,8% | 55,7% | 46,2% | 44,3% | 38,3% |
| Vorräte | % | 0,3% | 0,3% | 0,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen aus Lieferung und Leistung | % | 29,3% | 28,1% | 30,3% | 35,3% | 22,4% | 22,2% | 18,1% |
| Forderungen an Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen gegenüber nahestehenden Personen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | % | 3,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,1% |
| Sonstige finanzielle Vermögenswerte | % | 0,0% | 2,3% | 1,3% | 3,4% | 4,2% | 4,4% | 4,7% |
| Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte | % | 0,0% | 0,9% | 2,6% | 1,6% | 1,6% | 2,4% | 1,3% |
| Liquide Mittel | % | 17,6% | 17,9% | 11,4% | 15,4% | 18,0% | 15,3% | 14,0% |
| davon verpfändet | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Aktive latente Steuern | % | 0,1% | 0,1% | 1,7% | 0,4% | 1,4% | 1,9% | 1,4% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Bilanzsumme | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Langfristiges Vermögen | % | 66,5% | 69,4% | 68,4% | 62,2% | 51,9% | 46,0% | 41,0% |
| Immaterielles Vermögen | % | 43,2% | 45,2% | 46,9% | 46,2% | 42,6% | 38,6% | 35,0% |
| Goodwill | % | 15,6% | 16,5% | 16,1% | 15,3% | 13,9% | 12,3% | 11,0% |
| Immaterielles Vermögen | % | 7,8% | 9,0% | 10,5% | 10,2% | 9,6% | 8,9% | 8,3% |
| Nutzungsrechte | % | 14,9% | 13,8% | 13,1% | 12,2% | 10,8% | 9,4% | 8,1% |
| Sonstiges | % | 4,9% | 6,0% | 7,1% | 8,6% | 8,4% | 8,0% | 7,6% |
| Sachanlagevermögen | % | 19,6% | 19,5% | 17,6% | 12,9% | 7,2% | 5,8% | 4,6% |
| Grundstücke | % | 19,6% | 19,5% | 17,6% | 12,9% | 7,2% | 5,8% | 4,6% |
| Technische Anlagen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Andere Anlagen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Geleistete Anzahlungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Beteiligungen/Finanzanlagen | % | 1,8% | 2,1% | 2,0% | 1,9% | 1,8% | 1,6% | 1,4% |
| Beteiligungen | % | 1,8% | 2,1% | 2,0% | 1,9% | 1,8% | 1,6% | 1,4% |
| Sonstige Vermögensgegenstände | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen an Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Geleistete Anzahlungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Latente Steueransprüche | % | 2,0% | 2,5% | 1,9% | 1,2% | 0,3% | 0,0% | 0,0% |
| Kurzfristiges Vermögen | % | 32,8% | 29,8% | 30,6% | 36,7% | 46,9% | 52,8% | 57,8% |
| Vorräte | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen aus Lieferung und Leistung | % | 13,1% | 13,4% | 13,0% | 13,1% | 12,9% | 12,8% | 12,5% |
| Forderungen an Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen gegenüber nahestehenden Personen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | % | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Sonstige finanzielle Vermögenswerte | % | 4,4% | 1,2% | 1,3% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,2% |
| Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte | % | 0,7% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,7% |
| Liquide Mittel | % | 14,5% | 14,4% | 15,4% | 21,4% | 31,8% | 37,9% | 43,3% |
| davon verpfändet | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Aktive latente Steuern | % | 0,7% | 0,8% | 1,0% | 1,1% | 1,1% | 1,2% | 1,2% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Bilanzsumme | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Eigenkapital | % | 45,3% | 44,9% | 47,1% | 43,8% | 54,1% | 53,9% | 52,0% |
| Grundkapital | % | 8,6% | 8,8% | 8,0% | 7,0% | 8,5% | 8,4% | 8,0% |
| Kapitalrücklage | % | 3,4% | 3,4% | 4,2% | 3,6% | 4,4% | 4,4% | 4,2% |
| Währungsanpassungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Gewinnrücklagen | % | 29,2% | 28,5% | 30,1% | 28,4% | 34,4% | 33,3% | 32,2% |
| Bilanzverlust/-gewinn | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Eigene Anteile | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Anteile anderer Gesellschafter | % | 4,1% | 4,1% | 4,8% | 4,8% | 6,8% | 7,7% | 7,6% |
| Genussrechtskapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonderposten mit Rücklageanteil | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Pensionsrückstellungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige Rückstellungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,1% | 0,1% | 0,0% |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | % | 40,2% | 40,9% | 37,4% | 45,5% | 37,9% | 32,9% | 32,6% |
| Bankschulden | % | 5,8% | 5,9% | 2,5% | 2,3% | 4,3% | 3,1% | 3,7% |
| Anleihe | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Genussrechtskapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Stille Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen | % | 30,4% | 30,9% | 27,4% | 38,7% | 28,1% | 24,9% | 21,1% |
| Erhaltene Anzahlungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | % | 3,5% | 3,6% | 7,5% | 4,4% | 5,5% | 4,9% | 7,8% |
| Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen | % | 0,5% | 0,5% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Langfristige Verbindlichkeiten | % | 11,3% | 11,5% | 12,3% | 7,9% | 5,2% | 9,2% | 11,1% |
| Bankschulden | % | 11,3% | 11,5% | 12,3% | 7,9% | 5,2% | 9,2% | 9,3% |
| Anleihe | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Genussrechtskapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Stille Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Langfristige Leasingverbindlichkeiten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,8% |
| Passive latente Steuern | % | 3,2% | 2,7% | 3,2% | 2,8% | 2,7% | 3,8% | 4,3% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Bilanzsumme | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Eigenkapital | % | 39,0% | 43,4% | 49,0% | 54,4% | 58,1% | 60,6% | 63,1% |
| Grundkapital | % | 6,2% | 6,5% | 6,4% | 6,0% | 5,5% | 4,9% | 4,3% |
| Kapitalrücklage | % | 3,2% | 3,5% | 3,4% | 3,2% | 2,9% | 2,6% | 2,3% |
| Währungsanpassungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Gewinnrücklagen | % | 23,6% | 26,8% | 31,4% | 35,5% | 38,5% | 40,8% | 43,0% |
| Bilanzverlust/-gewinn | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Eigene Anteile | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Anteile anderer Gesellschafter | % | 6,0% | 6,6% | 7,9% | 9,7% | 11,2% | 12,4% | 13,4% |
| Genussrechtskapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonderposten mit Rücklageanteil | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Pensionsrückstellungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige Rückstellungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | % | 31,3% | 31,1% | 30,8% | 27,8% | 26,1% | 25,5% | 24,8% |
| Bankschulden | % | 3,1% | 4,5% | 4,3% | 1,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Anleihe | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Genussrechtskapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Stille Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten | % | 2,1% | 2,3% | 2,2% | 2,1% | 1,9% | 1,7% | 1,5% |
| Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen | % | 18,5% | 16,9% | 16,7% | 17,1% | 17,3% | 17,4% | 17,4% |
| Erhaltene Anzahlungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | % | 7,6% | 7,5% | 7,6% | 7,4% | 6,9% | 6,4% | 5,8% |
| Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Langfristige Verbindlichkeiten | % | 27,4% | 22,3% | 17,0% | 14,6% | 12,9% | 11,2% | 9,7% |
| Bankschulden | % | 9,7% | 5,7% | 1,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Anleihe | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Genussrechtskapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Stille Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Langfristige Leasingverbindlichkeiten | % | 13,0% | 12,1% | 11,5% | 10,6% | 9,4% | 8,2% | 7,1% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | % | 4,7% | 4,5% | 4,3% | 4,0% | 3,5% | 3,1% | 2,6% |
| Passive latente Steuern | % | 2,3% | 3,2% | 3,2% | 3,1% | 2,9% | 2,7% | 2,5% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Bilanzsumme | % | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss | EUR Mio. | -1,6 | 2,0 | 1,8 | 2,4 | 1,7 | 1,4 | 1,4 |
| Abschreibungen | EUR Mio. | 6,5 | 3,4 | 4,3 | 4,2 | 4,3 | 4,6 | 5,3 |
| Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Vorratsbestand | EUR Mio. | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen | EUR Mio. | 0,9 | 0,7 | -1,5 | -4,4 | 8,4 | 0,0 | 1,4 |
| Δ Forderungen und sonst. Vermögen | EUR Mio. | -0,1 | 0,0 | -0,4 | -0,8 | 0,1 | -0,4 | 0,1 |
| Δ Aktive RaP / latente Steuern | EUR Mio. | 0,2 | 0,0 | -0,8 | 0,6 | -0,5 | -0,3 | -0,2 |
| Δ Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ langfristige sonst. Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung | EUR Mio. | 1,4 | 0,0 | -1,0 | 7,4 | -7,8 | -1,3 | -1,2 |
| Δ Sonderposten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Passive RaP / latente Steuern | EUR Mio. | 0,1 | -0,2 | 0,3 | 0,0 | -0,3 | 0,5 | 0,3 |
| Währungsanpassungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | -0,2 | 1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -2,5 |
| Operativer Cashflow | EUR Mio. | 6,8 | 6,9 | 4,4 | 8,5 | 6,0 | 4,2 | 6,7 |
| Investitionen in Finanzanlagen | EUR Mio. | 0,8 | 0,0 | 0,7 | -0,1 | 0,2 | -0,1 | -0,2 |
| Investitionen in immaterielles Anlagevermögen | EUR Mio. | 3,2 | 0,0 | 0,7 | 0,4 | 0,2 | -0,2 | -3,1 |
| Investitionen in Sachanlagevermögen | EUR Mio. | -7,3 | -3,4 | -7,5 | -3,6 | -4,2 | -4,9 | -5,5 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | 0,6 | -4,3 | 3,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 2,9 |
| Investiver Cashflow | EUR Mio. | -2,7 | -7,7 | -2,9 | -3,2 | -3,6 | -5,0 | -5,8 |
| Free Cashflow | EUR Mio. | 4,1 | -0,8 | 1,5 | 5,4 | 2,4 | -0,8 | 0,9 |
| Δ Grundkapital | EUR Mio. | -0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Kapitalrücklagen | EUR Mio. | -0,2 | 0,0 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Genusssrechtskapital (EK) | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Bankverbindlichkeiten | EUR Mio. | -2,0 | 0,0 | -0,8 | -1,4 | -1,2 | 1,2 | 0,5 |
| Δ Anleihe | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Genusssrechtskapital (FK) | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Stille Beteiligung | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Abzüglich Dividende des Vorjahres | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,6 | -0,8 | -0,8 | 0,0 |
| Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter | EUR Mio. | | | | | | | |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | -0,6 | 0,8 | -3,3 | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -1,7 |
| Finanz-Cashflow | EUR Mio. | -2,8 | 0,8 | -4,1 | -2,6 | -2,6 | -0,3 | -1,2 |
| Zahlungsmittelzufluss (netto) | EUR Mio. | 1,3 | 0,0 | -2,5 | 2,8 | -0,3 | -1,1 | -0,3 |
| Währungsanpassungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Liquide Mittel Beginn Periode | EUR Mio. | 6,2 | 7,5 | 7,5 | 5,0 | 7,7 | 7,5 | 6,4 |
| Liquide Mittel Ende Periode | EUR Mio. | 7,5 | 7,5 | 5,0 | 7,7 | 7,5 | 6,4 | 6,1 |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL | | | | | | | | |

Cashflow-Statement, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss | EUR Mio. | 0,9 | 2,6 | 5,5 | 7,3 | 9,4 | 11,3 | 13,2 |
| Abschreibungen | EUR Mio. | 7,2 | 7,5 | 8,1 | 7,8 | 7,4 | 7,4 | 7,3 |
| Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Vorratsbestand | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen | EUR Mio. | 0,5 | 0,2 | 0,1 | -0,4 | -0,7 | -0,9 | -1,0 |
| Δ Forderungen und sonst. Vermögen | EUR Mio. | -0,3 | 1,9 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Δ Aktive RaP / latente Steuern | EUR Mio. | -0,2 | -0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,1 | -0,1 |
| Δ Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ langfristige sonst. Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung | EUR Mio. | 1,3 | -1,4 | 0,1 | 0,7 | 1,1 | 1,5 | 1,6 |
| Δ Sonderposten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Passive RaP / latente Steuern | EUR Mio. | -0,5 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Währungsanpassungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | -1,7 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Operativer Cashflow | EUR Mio. | 10,0 | 10,3 | 13,9 | 15,7 | 17,7 | 19,4 | 21,1 |
| Investitionen in Finanzanlagen | EUR Mio. | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Investitionen in immaterielles Anlagevermögen | EUR Mio. | -8,8 | 0,1 | -1,5 | -1,0 | -0,4 | -0,5 | -0,5 |
| Investitionen in Sachanlagevermögen | EUR Mio. | -9,4 | -6,9 | -7,3 | -5,6 | -4,6 | -6,9 | -6,9 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | 11,9 | 1,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Investiver Cashflow | EUR Mio. | -6,3 | -5,9 | -8,8 | -6,6 | -5,0 | -7,4 | -7,4 |
| Free Cashflow | EUR Mio. | 3,6 | 4,4 | 5,1 | 9,1 | 12,7 | 12,0 | 13,7 |
| Δ Grundkapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Kapitalrücklagen | EUR Mio. | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Genusssrechtskapital (EK) | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Bankverbindlichkeiten | EUR Mio. | 1,6 | -1,8 | -2,4 | -2,4 | -0,7 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Anleihe | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Genusssrechtskapital (FK) | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Stille Beteiligung | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Abzüglich Dividende des Vorjahres | EUR Mio. | -0,5 | -0,5 | -0,5 | -1,4 | -2,4 | -3,2 | -3,9 |
| Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter | EUR Mio. | -1,0 | -1,5 | -1,3 | -1,3 | -1,5 | -1,7 | -2,0 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | -10,2 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanz-Cashflow | EUR Mio. | -1,5 | -4,9 | -4,4 | -5,2 | -4,7 | -5,0 | -6,0 |
| Zahlungsmittelzufluss (netto) | EUR Mio. | 2,2 | -0,5 | 0,8 | 3,9 | 7,9 | 6,9 | 7,7 |
| Währungsanpassungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Liquide Mittel Beginn Periode | EUR Mio. | 6,1 | 8,3 | 7,8 | 8,5 | 12,4 | 20,4 | 27,3 |
| Liquide Mittel Ende Periode | EUR Mio. | 8,3 | 7,8 | 8,5 | 12,4 | 20,4 | 27,3 | 35,0 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|----------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Key Data | | | | | | | | |
| Umsatz | EUR Mio. | 94,3 | 91,2 | 101,5 | 106,3 | 116,6 | 120,6 | 98,9 |
| Rohertrag | EUR Mio. | 26,2 | 27,4 | 29,5 | 30,1 | 29,6 | 30,7 | 32,8 |
| EBITDA | EUR Mio. | 6,8 | 6,6 | 7,3 | 7,9 | 6,6 | 6,7 | 7,4 |
| EBIT | EUR Mio. | 0,4 | 3,2 | 3,0 | 3,6 | 2,3 | 2,1 | 2,2 |
| EBT | EUR Mio. | -0,9 | 2,9 | 2,8 | 3,5 | 2,3 | 2,1 | 2,0 |
| Nettoergebnis | EUR Mio. | -1,6 | 2,0 | 1,8 | 2,4 | 1,7 | 1,4 | 1,4 |
| Anzahl Mitarbeiter | | 189 | 200 | 217 | 212 | 241 | 239 | 264 |
| Je Aktie | | | | | | | | |
| Kurs Hoch | EUR | 5,37 | 7,07 | 10,80 | 12,48 | 9,48 | 12,60 | 12,60 |
| Kurs Tief | EUR | 4,00 | 4,93 | 6,94 | 7,38 | 7,29 | 7,75 | 7,05 |
| Kurs Durchschnitt | EUR | 4,81 | 5,50 | 8,62 | 9,64 | 8,36 | 9,26 | 8,83 |
| Kurs Schlusskurs | EUR | 5,10 | 6,88 | 9,85 | 8,23 | 8,15 | 11,04 | 8,40 |
| EPS | EUR | -0,70 | 0,40 | 0,33 | 0,46 | 0,24 | 0,13 | 0,13 |
| BVPS | EUR | 4,77 | 4,75 | 5,28 | 5,58 | 5,59 | 5,49 | 5,53 |
| CFPS | EUR | 1,85 | 1,91 | 1,27 | 2,43 | 1,71 | 1,21 | 1,90 |
| Dividende | EUR | 0,00 | 0,00 | 0,16 | 0,23 | 0,23 | 0,00 | 0,00 |
| Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz) | | | | | | | | |
| EBITDA-Marge | % | 7,3% | 7,2% | 7,1% | 7,4% | 5,7% | 5,6% | 7,5% |
| EBIT-Marge | % | 0,4% | 3,5% | 2,9% | 3,4% | 2,0% | 1,7% | 2,2% |
| EBT-Marge | % | -0,9% | 3,2% | 2,7% | 3,3% | 1,9% | 1,8% | 2,1% |
| Netto-Marge | % | -1,7% | 2,2% | 1,7% | 2,3% | 1,5% | 1,1% | 1,4% |
| FCF-Marge | % | 4,3% | -0,9% | 1,5% | 5,0% | 2,0% | -0,6% | 0,9% |
| ROE | % | -8,5% | 10,7% | 8,5% | 11,0% | 7,7% | 6,1% | 6,1% |
| NWC/Umsatz | % | -0,3% | -1,1% | 1,4% | -1,6% | -2,0% | -0,9% | -1,3% |
| Pro-Kopf-Umsatz | EURk | 499 | 456 | 468 | 501 | 484 | 505 | 374 |
| Pro-Kopf-EBIT | EURk | 2,1 | 15,8 | 13,7 | 17,2 | 9,7 | 8,8 | 8,2 |
| Capex/Umsatz | % | 7,8% | 3,7% | 7,3% | 3,4% | 3,6% | 4,1% | 5,6% |
| Wachstumsraten | | | | | | | | |
| Umsatz | % | n/a | -3,3% | 11,3% | 4,7% | 9,7% | 3,4% | -18,0% |
| Rohertrag | % | n/a | 4,9% | 7,6% | 1,8% | -1,4% | 3,5% | 6,8% |
| EBITDA | % | n/a | -4,0% | 10,4% | 8,5% | -15,7% | 1,7% | 10,4% |
| EBIT | % | n/a | 704,7% | -5,6% | 22,1% | -35,5% | -10,9% | 2,9% |
| EBT | % | n/a | n/a | -5,4% | 26,1% | -35,3% | -6,7% | -4,2% |
| Nettoergebnis | % | n/a | n/a | -12,9% | 37,9% | -28,5% | -21,2% | 1,7% |
| EPS | % | n/a | n/a | -17,7% | 40,9% | -48,6% | -44,1% | -3,4% |
| CFPS | % | n/a | 3,3% | -33,6% | 92,1% | -29,8% | -29,4% | 57,6% |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL | | | | | | | | |

Auf einen Blick I, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------------|
| Key Data | | | | | | | | |
| Umsatz | EUR Mio. | 82,8 | 98,3 | 96,6 | 101,3 | 109,2 | 120,2 | 131,4 |
| Rohertrag | EUR Mio. | 34,7 | 38,5 | 43,9 | 49,2 | 55,6 | 61,9 | 68,4 |
| EBITDA | EUR Mio. | 8,7 | 11,6 | 16,2 | 18,5 | 21,3 | 24,0 | 26,7 |
| EBIT | EUR Mio. | 1,5 | 4,0 | 8,1 | 10,7 | 13,8 | 16,6 | 19,4 |
| EBT | EUR Mio. | 1,2 | 3,8 | 7,9 | 10,5 | 13,7 | 16,4 | 19,2 |
| Nettoergebnis | EUR Mio. | 0,9 | 2,6 | 5,5 | 7,3 | 9,4 | 11,3 | 13,2 |
| Anzahl Mitarbeiter | X | 261 | 271 | 279 | 287 | 295 | 303 | 311 |
| Je Aktie | | | | | | | | |
| Kurs Hoch | EUR | 8,85 | 11,20 | 21,20 | | | | |
| Kurs Tief | EUR | 6,10 | 5,50 | 8,85 | | | | |
| Kurs Durchschnitt | EUR | 7,45 | 7,14 | 13,84 | | | | |
| Kurs Schlusskurs | EUR | 6,55 | 9,05 | 21,40 | 21,40 | 21,40 | 21,40 | 21,40 |
| EPS | EUR | -0,05 | 0,28 | 0,96 | 1,34 | 1,81 | 2,23 | 2,65 |
| BVPS | EUR | 5,35 | 5,65 | 6,48 | 7,42 | 8,56 | 9,89 | 11,44 |
| CFPS | EUR | 2,84 | 2,92 | 3,97 | 4,47 | 5,05 | 5,52 | 6,01 |
| Dividende | EUR | 0,13 | 0,14 | 0,40 | 0,67 | 0,90 | 1,10 | 1,30 |
| Kursziel | EUR | | | | | | | 36,90 |
| Performance bis Kursziel | % | | | | | | | 72,4% |
| Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz) | | | | | | | | |
| EBITDA-Marge | % | 10,5% | 11,8% | 16,8% | 18,3% | 19,5% | 20,0% | 20,3% |
| EBIT-Marge | % | 1,8% | 4,1% | 8,4% | 10,5% | 12,7% | 13,8% | 14,8% |
| EBT-Marge | % | 1,5% | 3,8% | 8,2% | 10,4% | 12,5% | 13,6% | 14,6% |
| Netto-Marge | % | 1,1% | 2,7% | 5,7% | 7,2% | 8,6% | 9,4% | 10,1% |
| FCF-Marge | % | 4,4% | 4,5% | 5,3% | 9,0% | 11,6% | 10,0% | 10,4% |
| ROE | % | 4,0% | 11,3% | 20,2% | 22,9% | 25,3% | 26,0% | 25,9% |
| NWC/Umsatz | % | -3,7% | -1,9% | -2,1% | -2,3% | -2,5% | -2,8% | -3,0% |
| Pro-Kopf-Umsatz | EURk | 317 | 363 | 346 | 353 | 370 | 397 | 423 |
| Pro-Kopf-EBIT | EURk | 5,7 | 14,8 | 29,0 | 37,2 | 46,9 | 54,8 | 62,4 |
| Capex/Umsatz | % | 11,3% | 7,1% | 7,6% | 5,5% | 4,2% | 5,8% | 5,2% |
| Wachstumsraten | | | | | | | | |
| Umsatz | % | -16,3% | 18,8% | -1,7% | 4,9% | 7,8% | 10,1% | 9,3% |
| Rohertrag | % | 5,9% | 11,0% | 14,0% | 11,9% | 13,1% | 11,4% | 10,4% |
| EBITDA | % | 17,0% | 32,7% | 40,2% | 14,2% | 15,0% | 12,7% | 11,3% |
| EBIT | % | -31,1% | 171,0% | 101,7% | 31,9% | 29,6% | 19,9% | 16,8% |
| EBT | % | -39,4% | 206,9% | 110,5% | 32,4% | 29,9% | 20,1% | 16,9% |
| Nettoergebnis | % | -35,7% | 195,4% | 108,1% | 32,4% | 29,9% | 20,1% | 16,9% |
| EPS | % | n/a | n/a | 238,7% | 39,0% | 35,0% | 23,4% | 18,9% |
| CFPS | % | 49,3% | 3,0% | 36,0% | 12,6% | 12,9% | 9,3% | 9,0% |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN | | | | | | | | |

Auf einen Blick II, 2012-2018

| IFRS (31.12.) | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bilanzkennzahlen | | | | | | | | |
| Sachanlagevermögen | EUR Mio. | 21,1 | 21,1 | 23,0 | 22,0 | 21,7 | 22,5 | 26,3 |
| Umlaufvermögen | EUR Mio. | 21,5 | 20,8 | 20,1 | 28,0 | 19,2 | 18,5 | 16,7 |
| Eigenkapital | EUR Mio. | 19,3 | 18,8 | 20,7 | 22,0 | 22,4 | 22,5 | 22,7 |
| Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 23,4 | 23,1 | 23,2 | 28,2 | 19,1 | 19,3 | 21,0 |
| EK-Quote | % | 45,3% | 44,9% | 47,1% | 43,8% | 54,1% | 53,9% | 52,0% |
| Net Gearing Ratio | % | 0,0% | 0,0% | 7,3% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Working Capital | EUR Mio. | -0,3 | -1,0 | 1,4 | -1,7 | -2,4 | -1,1 | -1,3 |
| Capital Employed | EUR Mio. | 19,4 | 18,7 | 23,6 | 19,5 | 18,6 | 20,3 | 23,4 |
| Asset Turnover | x | 2,2 | 2,2 | 2,3 | 2,1 | 2,8 | 2,9 | 2,3 |
| Enterprise Value | | | | | | | | |
| Anzahl Aktien | Mio. | 3,7 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Marktkapitalisierung Hoch | EUR Mio. | 19,8 | 25,5 | 37,9 | 43,8 | 33,3 | 44,2 | 44,2 |
| Marktkapitalisierung Tief | EUR Mio. | 14,7 | 17,7 | 24,4 | 25,9 | 25,6 | 27,2 | 24,7 |
| Marktkapitalisierung Durchschnitt | EUR Mio. | 17,7 | 19,8 | 30,3 | 33,8 | 29,3 | 32,5 | 31,0 |
| Marktkapitalisierung Schlusskurs | EUR Mio. | 18,8 | 24,8 | 34,6 | 28,9 | 28,6 | 38,8 | 29,5 |
| Nettoverschuldung | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 1,5 | -2,6 | -3,5 | -1,2 | -0,4 |
| Pensionsrückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anteile Dritter | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlagen Anlagevermögen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Enterprise Value Hoch | EUR Mio. | 19,8 | 25,5 | 39,4 | 41,2 | 29,8 | 43,0 | 43,8 |
| Enterprise Value Tief | EUR Mio. | 14,7 | 17,7 | 25,9 | 23,3 | 22,1 | 26,0 | 24,3 |
| Enterprise Value Durchschnitt | EUR Mio. | 17,7 | 19,8 | 31,8 | 31,2 | 25,9 | 31,3 | 30,6 |
| Enterprise Value Schlusskurs | EUR Mio. | 18,8 | 24,8 | 36,1 | 26,3 | 25,1 | 37,5 | 29,1 |
| Bewertungskennzahlen | | | | | | | | |
| EV/Umsatz Hoch | x | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Umsatz Tief | x | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| EV/Umsatz Durchschnitt | x | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| EV/Umsatz Schlusskurs | x | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| EV/EBITDA Hoch | x | 50,4 | 8,1 | 13,2 | 11,3 | 12,7 | 20,5 | 20,3 |
| EV/EBITDA Tief | x | 37,6 | 5,6 | 8,7 | 6,4 | 9,4 | 12,4 | 11,3 |
| EV/EBITDA Durchschnitt | x | 45,2 | 6,3 | 10,7 | 8,6 | 11,0 | 14,9 | 14,2 |
| EV/EBITDA Schlusskurs | x | 47,9 | 7,8 | 12,1 | 7,2 | 10,7 | 17,9 | 13,5 |
| EV/EBIT Schlusskurs | x | -21,3 | 8,4 | 13,0 | 7,5 | 11,1 | 17,7 | 14,3 |
| KGV Hoch | x | n/a | 17,7 | 32,9 | 27,0 | 39,9 | 94,9 | 98,2 |
| KGV Tief | x | n/a | 12,4 | 21,2 | 16,0 | 30,7 | 58,4 | 54,9 |
| KGV Durchschnitt | x | n/a | 13,8 | 26,3 | 20,9 | 35,2 | 69,7 | 68,8 |
| KGV Schlusskurs | x | n/a | 17,3 | 30,0 | 17,8 | 34,3 | 83,1 | 65,4 |
| KBV Schlusskurs | x | 1,1 | 1,4 | 1,9 | 1,5 | 1,5 | 2,0 | 1,5 |
| KCF Durchschnitt | x | 2,6 | 2,9 | 6,8 | 4,0 | 4,9 | 7,7 | 4,6 |
| FCF-Yield | % | 21,7% | -3,3% | 4,5% | 18,6% | 8,2% | -2,0% | 3,0% |
| Dividendenrendite | % | 0,0% | 0,0% | 1,6% | 2,8% | 2,8% | 0,0% | 0,0% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL

Auf einen Blick II, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bilanzkennzahlen | | | | | | | | |
| Sachanlagevermögen | EUR Mio. | 37,8 | 37,4 | 37,8 | 36,2 | 33,3 | 33,1 | 33,2 |
| Umlaufvermögen | EUR Mio. | 18,7 | 16,1 | 16,9 | 21,3 | 30,1 | 38,0 | 46,8 |
| Eigenkapital | EUR Mio. | 22,2 | 23,4 | 27,1 | 31,6 | 37,2 | 43,6 | 51,0 |
| Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 34,7 | 30,5 | 28,2 | 26,5 | 26,9 | 28,3 | 29,9 |
| EK-Quote | % | 39,0% | 43,4% | 49,0% | 54,4% | 58,1% | 60,6% | 63,1% |
| Net Gearing Ratio | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Working Capital | EUR Mio. | -3,1 | -1,9 | -2,0 | -2,4 | -2,8 | -3,3 | -4,0 |
| Capital Employed | EUR Mio. | 32,6 | 33,0 | 33,6 | 32,0 | 29,2 | 28,6 | 28,1 |
| Asset Turnover | x | 1,5 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,6 |
| Enterprise Value | | | | | | | | |
| Anzahl Aktien | Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Marktkapitalisierung Hoch | EUR Mio. | 31,1 | 39,3 | 74,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Marktkapitalisierung Tief | EUR Mio. | 21,4 | 19,3 | 31,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Marktkapitalisierung Durchschnitt | EUR Mio. | 26,1 | 25,1 | 48,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Marktkapitalisierung Schlusskurs | EUR Mio. | 23,0 | 31,8 | 75,1 | 75,1 | 75,1 | 75,1 | 75,1 |
| Nettoverschuldung | EUR Mio. | -1,0 | -2,3 | -5,4 | -11,7 | -20,4 | -27,3 | -35,0 |
| Pensionsrückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anteile Dritter | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlagen Anlagevermögen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Enterprise Value Hoch | EUR Mio. | 30,1 | 37,1 | 69,0 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Enterprise Value Tief | EUR Mio. | 20,4 | 17,0 | 25,6 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Enterprise Value Durchschnitt | EUR Mio. | 25,1 | 22,8 | 43,1 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Enterprise Value Schlusskurs | EUR Mio. | 22,0 | 29,5 | 69,7 | 63,4 | 54,8 | 47,8 | 40,1 |
| Bewertungskennzahlen | | | | | | | | |
| EV/Umsatz Hoch | x | 0,4 | 0,4 | 0,7 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/Umsatz Tief | x | 0,2 | 0,2 | 0,3 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/Umsatz Durchschnitt | x | 0,3 | 0,2 | 0,4 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/Umsatz Schlusskurs | x | 0,3 | 0,3 | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,3 |
| EV/EBITDA Hoch | x | 20,3 | 9,2 | 8,5 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/EBITDA Tief | x | 13,8 | 4,2 | 3,2 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/EBITDA Durchschnitt | x | 17,0 | 5,7 | 5,3 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/EBITDA Schlusskurs | x | 14,8 | 7,3 | 8,6 | 5,9 | 4,0 | 2,9 | 2,1 |
| EV/EBIT Schlusskurs | x | 17,9 | 7,8 | 8,8 | 6,0 | 4,0 | 2,9 | 2,1 |
| KGV Hoch | x | n/a | 39,3 | 22,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| KGV Tief | x | n/a | 19,3 | 9,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| KGV Durchschnitt | x | n/a | 25,1 | 14,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| KGV Schlusskurs | x | n/a | 31,8 | 22,2 | 16,0 | 11,8 | 9,6 | 8,1 |
| KBV Schlusskurs | x | 1,2 | 1,6 | 3,3 | 2,9 | 2,5 | 2,2 | 1,9 |
| KCF Durchschnitt | x | 2,6 | 2,4 | 3,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF-Yield | % | 15,7% | 13,9% | 6,8% | 12,1% | 16,9% | 15,9% | 18,2% |
| Dividendenrendite | % | 2,0% | 1,5% | 1,9% | 3,1% | 4,2% | 5,1% | 6,1% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Discounted Cashflow-Bewertung

| IFRS (31.12.) | | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | 2034e | 2035e | Terminal year |
|----------------------------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| Umsatz | EUR Mio. | 96,6 | 101,3 | 109,2 | 120,2 | 131,4 | 142,4 | 149,3 | 153,0 | 154,7 | 155,5 | 155,8 | 156,0 | 156,1 | 156,3 | 156,4 | 156,6 |
| YoY | % | -1,7% | 4,9% | 7,8% | 10,1% | 9,3% | 8,4% | 4,8% | 2,5% | 1,1% | 0,5% | 0,2% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| EBIT | EUR Mio. | 8,1 | 10,7 | 13,8 | 16,6 | 19,4 | 22,3 | 23,1 | 23,5 | 23,5 | 23,4 | 23,2 | 23,0 | 22,8 | 22,6 | 22,4 | 21,9 |
| EBIT-Marge | % | 8,4% | 10,5% | 12,7% | 13,8% | 14,8% | 15,6% | 15,5% | 15,3% | 15,2% | 15,0% | 14,9% | 14,7% | 14,6% | 14,4% | 14,3% | 14,0% |
| Steuern | EUR Mio. | -2,5 | -3,3 | -4,2 | -5,1 | -5,9 | -6,8 | -6,9 | -7,0 | -7,1 | -7,0 | -7,0 | -6,9 | -6,8 | -6,8 | -6,7 | -6,6 |
| Steuerquote (τ) | % | 30,3% | 30,5% | 30,6% | 30,6% | 30,6% | 30,7% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| Bereinigtes EBIT(1-τ) | EUR Mio. | 3,6 | 4,9 | 6,5 | 8,0 | 9,5 | 11,1 | 11,7 | 11,8 | 11,9 | 11,8 | 11,7 | 11,6 | 11,5 | 11,4 | 11,3 | 11,1 |
| Reinvestment | EUR Mio. | -0,5 | 1,6 | 2,8 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,2 |
| FCFF | EUR Mio. | 3,0 | 6,5 | 9,4 | 8,6 | 10,1 | 11,6 | 11,7 | 11,8 | 11,8 | 11,8 | 11,7 | 11,6 | 11,5 | 11,4 | 11,3 | 10,8 |
| WACC | % | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,5% | 8,0% | 7,6% | 7,2% | 6,8% | 6,4% | 5,9% | 5,5% | 5,1% | 5,1% | |
| Diskontierungssatz | % | 91,8% | 84,3% | 77,4% | 71,1% | 65,3% | 60,2% | 55,7% | 51,8% | 48,3% | 45,2% | 42,5% | 40,1% | 38,0% | 36,2% | 34,4% | |
| Barwert der FCFF | EUR Mio. | 2,8 | 5,4 | 7,3 | 6,1 | 6,6 | 7,0 | 6,5 | 6,1 | 5,7 | 5,3 | 5,0 | 4,6 | 4,4 | 4,1 | 3,9 | |
| Barwert Terminal Value | EUR Mio. | 46,7 | | | | | | | | | | | | | | | |
| in % des Enterprise Value | % | 36,6% | | | | | | | | | | | | | | | |
| Barwert FCFF Detailplanungsphase | EUR Mio. | 28,2 | | | | | | | | | | | | | | | |
| in % des Enterprise Value | % | 22,1% | | | | | | | | | | | | | | | |
| Barwert FCFF Grobplanungsphase | EUR Mio. | 52,6 | | | | | | | | | | | | | | | |
| in % des Enterprise Value | % | 41,3% | | | | | | | | | | | | | | | |
| Enterprise Value | EUR Mio. | 127,4 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Finanzschulden | EUR Mio. | -5,5 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Excess Cash | EUR Mio. | 7,6 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals | EUR Mio. | 129,5 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Anzahl ausstehender Aktien | Mio. | 3,5 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals | EUR | 36,90 | | | | | | | | | | | | | | | |

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH innerhalb der Rechtsprechung der Bundesrepublik Deutschland erstellt und veröffentlicht. Sie ist nur für 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 dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis zur Verfügung gestellt. Sie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **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/mit ihr verbundene Unternehmen und die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab sowie für Schäden, die entweder direkt oder als Folge der Verwendung von Informationen, Meinungen und Schätzungen in dieser Studie entstehen. Weder Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen noch die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter 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 der Verfasser dieser Studie, die im Zusammenhang mit deren 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/mit verbundene Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen, Finanzportale und per E-Mail an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital 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 § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 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 für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende 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 Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

| Datum/Zeit: | Kursziel/Aktueller Kurs: | Anlageempfehlung: | Interessenskonflikte (Key-Angabe) |
|------------------------|--------------------------|---------------------------|-----------------------------------|
| 28.07.2021 / 10:10 Uhr | EUR 36,90 / EUR 21,00 | Buy, Gültigkeit 24 Monate | 1, 8 |
| 22.06.2021 / 08:00 Uhr | EUR 31,00 / EUR 17,20 | Buy, Gültigkeit 24 Monate | 1, 2, 8 |

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

Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

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, Multiplikatorenmodelle 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. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Informationsquellen

Teile der für diese Studie erforderlichen Informationen wurden vom Emittenten des analysierten Wertpapiers zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich diese Studie auf öffentlich zugängliche und als zuverlässig betrachtete Informationen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Presseinformationen). Sphene Capital GmbH hat diese Informationen auf Plausibilität, nicht aber auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft.

Erklärung der Ersteller der Studien

Diese Studie wurde von dem/den auf der Titelseite genannten Research-Analysten erstellt. Die in dieser Studie geäußerten Ansichten spiegeln nicht in jedem Fall die Meinung der Sphene Capital GmbH/einem mit ihr verbundenen Unternehmen wider. Der/die Analyst(en) ist/sind allein für die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Einschätzungen verantwortlich. Der/die Verfasser dieser Studie bestätigen, dass alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen seinen/ihren Ansichten entsprechen. Die Vergütung des/der Verfasser dieser Studie des hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Empfehlungen oder Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen. Die Einschätzungen des/der Verfasser(s) dieser Studie wurden zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten beeinflusst. Teile dieser Studie können dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken zugesendet worden sein, ohne dass im Anschluss jedoch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Diese Studie wurde am 28.07.2021 um 08:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 21,40.