

## Solvesta

Reuters: CB7G.DE

Bloomberg: CB7 GY

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 14,55

Kursziel: EUR 27,30 (bislang 55,30)

### Kurseinbruch nach Verlustmeldung

Mit einer Reihe von Meldungen hat Solvesta am vergangenen Freitag überrascht und den Kurs massiv unter Druck gebracht. Auslöser war die Einschätzung des Wirtschaftsprüfers, nach der für ein konzerninternes Darlehen eine Wertberichtigung erforderlich ist, woraufhin bei der nach HGB bilanzierenden Muttergesellschaft eine Verlustanzeige erforderlich wurde. Diese löste die Pflichtwandlung der im vergangenen Jahr platzierten Wandelanleihe aus, was wiederum die vollständige Entschuldung der AG zur Folge hat. Ungeachtet dessen ist nach u. E. ein Imageschaden entstanden, der eine Überarbeitung unseres Prognosemodells mit vorsichtigeren Annahmen erforderlich macht. In Verbindung mit einer deutlich höheren Anzahl ausstehender Aktien verringert sich unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 27,30 von bislang EUR 55,30. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs entspricht dies einem Kurspotenzial von 87,6%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der Solvesta AG.

#### Verlustmeldung weniger operativer Natur, sondern ...

Vergangenen Freitag hat Solvesta eine Verlustmeldung bekannt gegeben und zu einer außerordentlichen Hauptversammlung einberufen. Ursächlich für die Unterschreitung der Hälfte des Grundkapitals sind dem Vorsichtsprinzip des HGB geschuldete Wertberichtigungen von Darlehen, die Solvesta an Konzerngesellschaften ausgereicht hat.

**Zum Hintergrund:** Das Geschäftsmodell von Solvesta sieht vor, die übernommenen Beteiligungen nicht über Eigenkapital zu refinanzieren, sondern das zur Finanzierung des Working Capital erforderliche Kapital über Darlehen der AG bereitzustellen. Infolge der unter den Erwartungen liegenden Working Capital-Entwicklung beim Textilunternehmen Stones ist der Wirtschaftsprüfer zu der Auffassung gelangt, dass eine vollständige Rückführung der konzerninternen Darlehen aus dem Cashflow der Beteiligung während eines anzunehmenden Planungszeitraums von zehn Jahren nicht zu erwarten ist. Da diese Wertberichtigungen mit einer geschätzten Größenordnung von EUR 3 Mio. nicht mit (unter HGB-Rechnungslegung unzulässigen) Aufwertungen verrechnet werden dürfen, kam es zum Verzehr des Eigenkapitals in der AG-Bilanz, was die Verlustanzeige notwendig machte.

#### ... eher dem Fremdfinanzierungskonzept geschuldet

Hätte die AG die Tochtergesellschaften nicht mit Darlehen, sondern mit Eigenkapital ausgestattet, wäre eine Abwertung des Beteiligungsansatzes nach unserer Einschätzung nur in weit geringerem Ausmaß erforderlich gewesen. Insofern sehen wir den Auslöser der Verlustmeldung vornehmlich buchhalterischer Natur. Dennoch kann nach u. E. auch eine operative Komponente nicht übersehen werden, denn die Ertragsentwicklung der übernommenen Beteiligungen liegt bislang weitgehend unter den Erwartungen.

#### Pflichtwandlung der Wandelanleihe

Für Solvesta hat die Verlustanzeige kurioserweise auch finanzielle Vorteile: Denn die Verlustmeldung hat die Pflichtwandlung der im vergangenen Jahr ausgegebenen Wandelschuldverschreibungen im Gesamtnennbetrag von rund EUR 7,5 Mio. ausgelöst. Inhaber der Wandelschuldverschreibung

ISIN/WKN: DE000A12UKD1 / A12UKD
Indizes: -
Transparenzlevel: Primärmarkt der Börse Düsseldorf
Gewichtete Anzahl Aktien: 1,114 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 16,2 Mio.
Handelsvolumen/Tag: ca. 100
Jahresabschluss 2017: Juni 2017

EUR Mio. (31/12)	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	0,2	45,9	69,6	118,7
EBITDA	-0,8	1,4	3,4	6,8
EBIT	-0,8	1,2	3,0	6,1
EBT	-0,8	1,2	2,8	5,5
EAT	-0,6	0,9	2,0	3,8

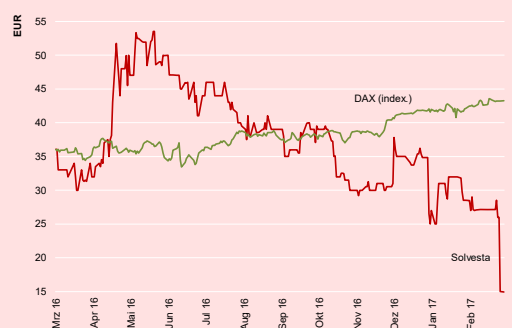
% vom Umsatz	2015	2016e	2017e	2018e
EBITDA	-330,8	3,0	4,8	5,7
EBIT	-336,8	2,7	4,4	5,2
EBT	-333,9	2,7	4,0	4,6
EAT	-233,8	1,9	2,8	3,2

Je Aktie/EUR	2015	2016e	2017e	2018e
EPS	-0,67	1,05	1,77	3,43
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,98	5,76	12,79	16,22
Cashflow	-1,72	-4,51	2,52	0,96

%	2015	2016e	2017e	2018e
EK-Quote	88%	42%	34%	26%
Gearing	-17%	-63%	81%	143%

x	2015	2016e	2017e	2018e
KGV	n/a	32,1	8,2	4,2
EV/Umsatz	103,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBIT	n/a	20,1	9,1	6,8
KBV	15,2	5,9	1,1	0,9

EUR Mio.	2016e	2017e
Guidance: Umsatz	42-47	-
Guidance: EBIT	<0	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

erhalten nun rund 275.000 Aktien zu einem Wandlungskurs von EUR 27,14 je Aktie (entsprechend dem Durchschnittskurs der Solvesta-Aktie in den vergangenen zehn Handelstagen). Die durch die Wandlung ausgelöste Erhöhung des Grundkapitals um EUR 1,1 Mio. und des Eigenkapitals um rund EUR 4,5 Mio. führt nicht nur zu einer vollständigen Entschuldung der AG, sondern auch zur unmittelbaren Beseitigung des hälftigen Verlusts des Grundkapitals.

#### **Beteiligungsverkäufe per Saldo mit bislang durchwachsenem Ergebnis, ...**

Seit Gründung des Unternehmens kam es insgesamt zu zwei Exits von Beteiligungsgesellschaften:

- ⑤ Von den bereits verkauften Beteiligungen führte insbesondere die Beteiligung am Druckereiunternehmen **Stürtz**, wo eine Einigung mit den Gewerkschaften nicht erzielt und notwendige Erweiterungsinvestitionen nicht refinanziert werden konnten, nicht zu dem gewünschten Ergebnis. Als überdies Unregelmäßigkeiten bei der übernommenen Geschäftsführung festgestellt wurden, hat Solvesta das operative Geschäft bereits wenige Monate nach der Übernahme eingestellt und den Maschinenpark verkauft.
- ⑤ Auch die Beteiligung an **fan & more** lag letztlich unter unseren Erwartungen, wenngleich der Beteiligungsverkauf vor allem aufgrund notwendiger Working Capital-Investitionen ausgelöst wurde, welche die ursprünglichen Prognosen deutlich übertrafen.

#### **... zeigen jedoch, dass die Strategie der Risikobegrenzung funktioniert**

Allerdings zeigen diese Entwicklungen nach u. E: auch, dass die Risikoeingrenzung des Solvesta-Geschäftsmodells funktioniert und das Geschäftsmodell grundsätzlich intakt ist. Denn in allen genannten Fällen blieb das Investitionsrisiko, auch „Cash-at-Risk“ genannt, begrenzt und wurde nicht, wie bei Sanierungsfällen häufig zu beobachten, nachträglich nach oben angepasst.

Solvesta versteht unter dem Cash-at-Risk die gesamten Anschaffungskosten einer Beteiligung zuzüglich der Bereitstellung von Working Capital, Beratungsleistungen und Haftungsübernahmen abzüglich den zwischenzeitlich erfolgten Rückflüssen aus Darlehenstilgungen, Dividenden und Kostenerstattungen für Beratungsleistungen.

- ⑤ Bei **Stürtz** liegt das Cash-at-Risk nach dem Verkauf des Maschinenparks nur noch bei etwa EUR 1,0 Mio.; das unverändert von Solvesta gehaltene Immobilienvermögen der Stürtz Immobilien GmbH, dessen Verwertung und Realisierung der stillen Reserven Angaben gemäß mit Nachdruck betrieben wird, sollte zu Verkaufserlösen führen, die diesen Betrag übersteigen und zu einem letztlich deutlich positiven IRR beitragen.
- ⑤ Bei **fan & more** bestehen die gewährten Darlehen und Forderungen aus Beratungsleistungen auch nach dem Verkauf an die US-amerikanische Flacks-Gruppe unverändert fort. Die erwartete Neupositionierung des Unternehmens in den USA kann aus unserer Sicht eine Rückführung des Cash-at-Risk in Höhe von EUR 2,3 Mio. erwarten lassen.

#### **Aktuelle Entwicklung der laufenden Beteiligungen**

Aktuell besteht das Beteiligungsportefeuille von Solvesta aus zwei Gesellschaften, aus:

- ⑤ dem Anbieter von Fensterabstandshalterprofilen **Helima**, der mit einem Cash-at-Risk von lediglich etwa EUR 0,2 Mio. aktuell mit Abstand werthaltigsten Beteiligung von Solvesta;
- ⑤ dem Textilunternehmen **Stones**, bei der das Cash-at-Risk auf der letzten Hauptversammlung auf etwa EUR 5,0 Mio. beziffert wurde. Hier scheinen sich die Beziehung zu den Zulieferern wieder zu normalisieren, was mittelfristig eine Freisetzung von Working Capital erwarten lässt.

Helima dürfte den Proof of Concept für das Geschäftsmodell von Solvesta erbringen.

Da eine Bewertung von Solvesta auf Basis des aktuellen Beteiligungsportefeuilles zu kurz greifen würde, sind Annahmen über die zukünftigen Akquisitionsaktivitäten erforderlich. Grundsätzlich ist die von uns aufgestellte Finanzprognose daher mit erheblichen Unsicherheiten verbunden. Angesichts der bislang beobachteten Entwicklungen in den Portfolio-Gesellschaften haben wir unsere Schätzungen auf die Übernahme von zwei statt wie bislang vier Beteiligungen pro Jahr zurückgenommen. Die unterstellten EBIT-Margen von etwa 5% bleiben demgegenüber unverändert. Sollte diese Zielsetzung eintreten, würde Solvesta im Jahr 2021e nach unseren Prognosen Umsätze von EUR 237,4 Mio. und ein operatives Ergebnis von EUR 12,1 Mio. erwirtschaften.

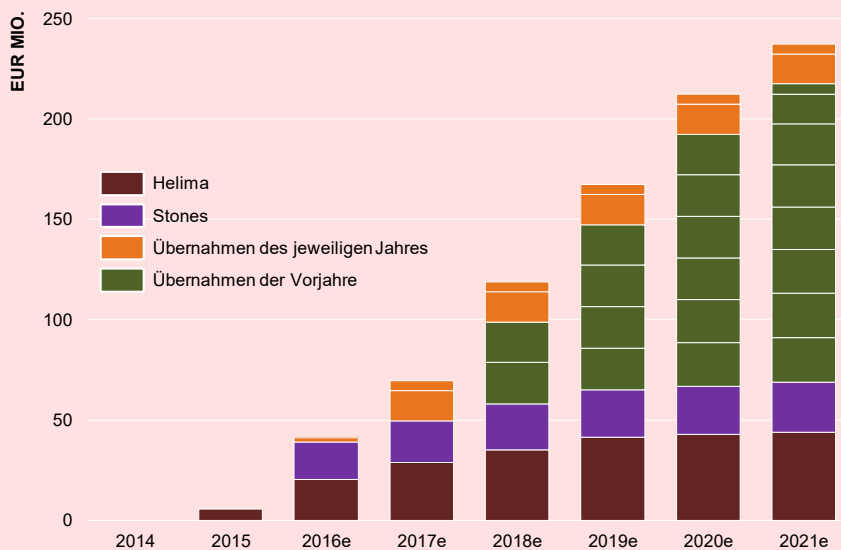
**Wir rechnen mit zwei (bisher vier) Übernahmen pro Jahr**

Angesichts der bislang zu beobachtenden Unwägbarkeiten bei den Beteiligungsgesellschaften nehmen wir unsere Prognosen für die zukünftigen Akquisitionstätigkeiten auf zwei von bislang vier Unternehmen zurück. Diese verteilen wir auf das zweite und vierte Quartal eines Jahres.

Solvesta befindet sich nach wie vor in der Frühphase des Lebenszyklus, was eine Finanzprognose erschwert.

Darüber hinaus modellieren wir, dass das Signing aufgrund der Vorlaufzeiten einer Übernahme erst gegen Ende dieser Quartale stattfinden wird. Unterstellen wir ferner wie bislang ein „normalisiertes“ Umsatzvolumen je Beteiligung von durchschnittlich EUR 20 Mio., modellieren wir also einen Umsatzbeitrag des ersten, in einem Jahr übernommenen Unternehmens von durchschnittlich EUR 15,0 Mio., während die zweite Übernahme eines jeweiligen Jahres nur einen Umsatzbeitrag von EUR 5,0 Mio. leistet.

**ABBILDUNG 1: EXTERNES UND ORGANISCHES UMSATZWACHSTUM**



Wir modellieren zwei Übernahmen pro Jahr, verteilt auf das zweite und vierte Quartal. Dabei unterstellen wir, dass der Entscheidungsprozess nach jeweils zwei Monaten beendet ist, so dass eine übernommene Gesellschaft im ersten Quartal der Konsolidierung nur einen Monat einbezogen wird. In den Folgejahren haben wir ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 3,0% angesetzt.

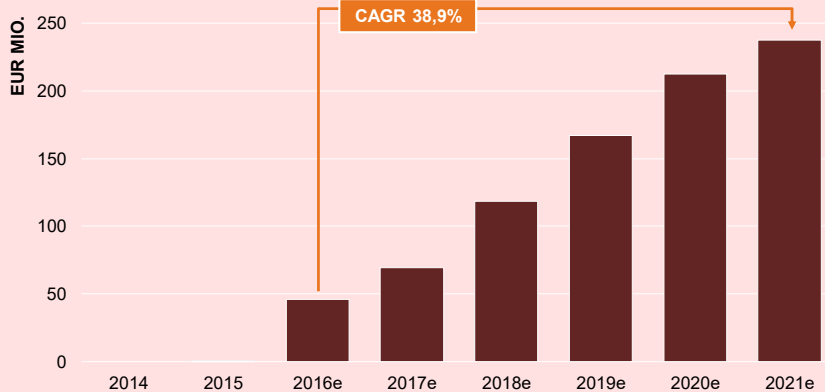
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Anstieg der Umsätze bis 2021e auf EUR 237,4 Mio.**

Im laufenden Jahr dürfte Solvesta mit seinen Beteiligungen Helima und Stones Erlöse in Höhe von zusammen rund EUR 46 Mio. erwirtschaften. Inclusive der beiden von uns unterstellten Beteiligungserwerbe im zweiten und vierten Quartal ergibt sich damit für das laufende Jahr eine Umsatzprognose von EUR 69,6 Mio. (+51,6% YoY).

In den kommenden vier Jahren, die für unser Modell den Detailplanungshorizont darstellen, rechnen wir mit einem Anstieg der Erlöse auf dann EUR 237,4 Mio. Für den Zeitraum 2016e-21e entspricht dies einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum (CAGR) von 38,9%.

ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



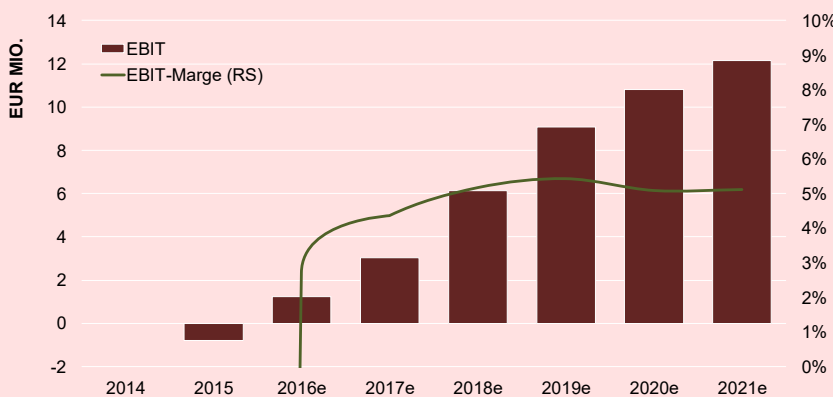
In den folgenden Jahren rechnen wir mit zwei Übernahmen pro Jahr, die jeweils annualisierte Umsätze von EUR 20 Mio. erwirtschaften. Bis 2021e dürften damit die Erlöse auf EUR 237,4 Mio. ansteigen. Unter dem Strich ergibt sich für den Zeitraum 2016e-21e ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 38,9%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Angestrebte EBIT-Marge von 5%**

Bei einer vom Management angestrebten EBIT-Marge von 5% wird jede übernommene Gesellschaft in den ersten zwölf Monaten der Konsolidierung nach unseren Schätzungen einen durchschnittlichen EBIT-Beitrag von EUR 1,0 Mio. leisten. Sondereffekte, etwa aus der Übernahme nicht-betriebsnotwendigen Vermögens (sog. „Lucky Buy“) sind in unserem Modell derzeit nicht enthalten. Per Saldo errechnen wir damit bis 2021e einen Anstieg des operativen Ergebnisses auf dann EUR 12,1 Mio.

ABBILDUNG 3: EBIT UND EBIT-MARGE



Das Management strebt den Erwerb von Unternehmen mit Umsätzen von durchschnittlich EUR 20,0 Mio. und einer EBIT-Marge von etwa 5% an. Ohne Einbeziehung von Einmalerträgen etwa aus der Kapitalkonsolidierung wird damit jede übernommene Gesellschaft in den ersten zwölf Monaten der Konsolidierung einen durchschnittlichen EBIT-Beitrag von EUR 1,0 Mio. leisten.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Bis 2021e Anstieg des Vorsteuerergebnisses auf EUR 10,6 Mio.**

Wir gehen davon aus, dass jede übernommene Gesellschaft zur Finanzierung u. a. des Working Capital Bankverbindlichkeiten in Höhe von etwa EUR 3,0-3,5 Mio. aufbaut. Bei einem von uns unterstellten Bankzinssatz von 3,0% ergibt sich bis zum Jahr 2021e ein Anstieg des Zinsaufwands auf bis zu knapp EUR 1,5 Mio. Das Ergebnis vor Steuer sollte sich damit auf EUR 10,6 Mio. verbessern.

**Steuerquote bis 2021e bei etwa 30%, danach deutlich niedriger**

In den kommenden vier Jahren dürften die Erträge von Solvesta mit einem in Deutschland durchschnittlichen Satz von etwa 30,0% versteuert werden. Wenn in den Jahren danach Erträge aus dem Verkauf von Unternehmensbeteiligungen den Großteil der geschätzten Konzernerträge ausmachen werden, sollte sich der Grenzsteuersatz nach u. E. langfristig auf etwa 10% einpendeln, da abgesehen von einem Pauschalbetrag in Höhe von 5% der Beteiligungserträge und

Veräußerungsgewinne sämtliche Erträge, die einer Kapitalgesellschaft aus einer Beteiligung an einer anderen Kapitalgesellschaft zufließen, steuerfrei sind.

Infolgedessen erwarten wir bis 2021e einen Anstieg des Ergebnisses nach Steuern auf EUR 7,4 Mio. Bei 1,114 Mio. Aktien entspricht dies einem Ergebnis je Aktie in Höhe von EUR 6,66.

**TABELLE 1: ENTWICKLUNG WESENTLICHER ERTRAGSKENNZAHLEN**

		2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
EBIT	EUR Mio.	0,0	-0,8	1,2	3,0	6,1	9,1	10,8	12,1
EBT	EUR Mio.	0,0	-0,8	1,2	2,8	5,5	8,0	9,4	10,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,6	0,9	2,0	3,8	5,6	6,6	7,4
EPS	EUR	0,00	-0,67	1,05	1,77	3,43	5,05	5,93	6,66

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Geschätzter Kapitalbedarf bis 2021e in Höhe von EUR 45,0 Mio.**

Das für eine einzelne Übernahme eines Unternehmens mit Umsätzen von EUR 20 Mio. akzeptierte durchschnittliche Cash-at-Risk beläuft sich nach unserer Einschätzung auf EUR 3,0 Mio. Dieses setzt sich aus dem Kaufpreis und dem Aufbau von Working Capital nach der Übernahme zusammen.

**TABELLE 2: DURCHSCHNITTLICHER KAPITALBEDARF PRO JAHR BIS 2021E**

Kaufpreis je Übernahme	EUR Mio.	0,5
Aufbau an Working Capital je Übernahme	EUR Mio.	2,5
Cash-at-Risk je Übernahme	EUR Mio.	3,0
Anzahl Übernahmen pro Jahr		2
Liquiditätsabfluss pro Jahr	EUR Mio.	6,0
Jährliche Kosten des Overhead (Durchschnitt 2016e-21e)	EUR Mio.	2,0
Liquiditätsreserve pro Jahr	EUR Mio.	1,0
Durchschnittlicher Kapitalabfluss pro Jahr	EUR Mio.	9,0
<b>Kapitalabfluss bis Steady-State (nach 5 Jahren)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>45,0</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Steady-State nach dem Jahr 2021e**

Nach Ablauf einer einjährigen Stabilisierungs- und dreijährigen Entwicklungsphase ist ab dem fünften Jahr ein Verkauf der Beteiligungen vorgesehen. Bei angestrebten zwei Übernahmen pro Jahr, die mit einem erwarteten durchschnittlichen Mittelabfluss von jeweils EUR 3,0 Mio. verbunden sind, ergibt sich in Verbindung mit jährlichen Overhead-Kosten von etwa EUR 2,0 Mio. ein gesamter Kapitalbedarf von durchschnittlich EUR 8,0 Mio. Inklusiv einer Liquiditätsreserve von EUR 1,0 Mio. besteht nach unserer Einschätzung bis zum Erreichen des „eingeschwungenen“ Steady-State-Zustands im Jahr 2021e ein gesamter Kapitalbedarf von etwa EUR 45,0 Mio. (vgl. vorstehende Tabelle 2).

Wir bewerten Solvesta anhand eines dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Entity-Modells, das aus unserer Sicht den aktuellen Frühphasencharakter des Geschäftsmodells am sinnvollsten widerspiegelt. Nach der Verlustanzeige, der Anpassung unserer Prognosen, der erhöhten Anzahl ausstehender Aktien aus der Pflichtwandlung sowie der Umstellung auf das neue Geschäftsjahr ergibt sich ein Kursziel von EUR 27,30 (bislang EUR 55,30) je Aktie (Base Case-Szenario). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 14,55 je Aktie bedeutet unser Base Case-Szenario auf Sicht von zwölf Monaten ein erwartetes Kurssteigerungspotenzial von 87,6%. Damit bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Solvesta AG.

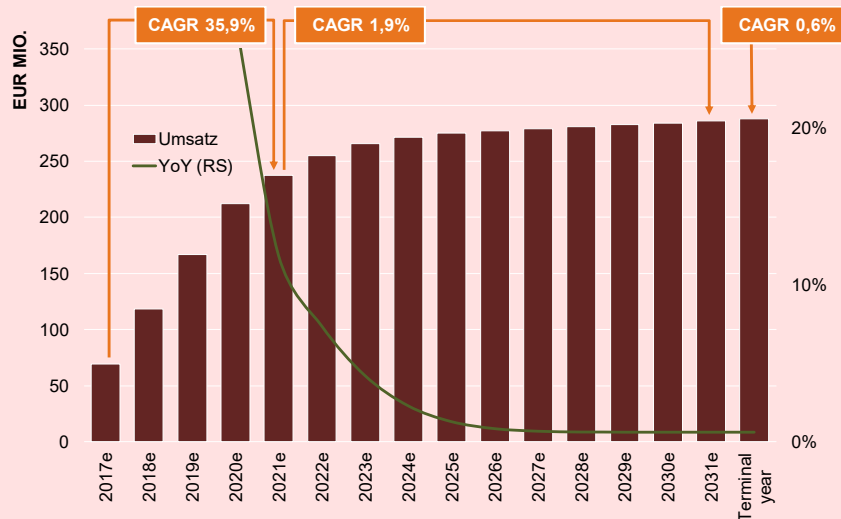
**Begründung unserer Methodologie**

Solvesta ist ein Unternehmen, das in der Frühphase seiner unternehmerischen Entwicklung steht. Gleichzeitig entsteht zukünftiges Wachstum zum überwiegenden Teil aus dem Aufbau eines Bestands an Portfoliounternehmen; das organische Wachstum der Beteiligungsgesellschaften veranschlagen wir auf 3% pro Jahr. Die Prognose der Finanzkennzahlen ist demzufolge mit erheblichen Unsicherheiten verbunden.

Bis 2021e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2031e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

Neben der Finanzierung der Kaufpreise ergibt sich ein erheblicher Mittelabfluss aus dem Aufbau von Working Capital. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien der Solvesta AG (Primärmethode).

**ABBILDUNG 4: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM**



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten (externes und organisches Wachstum) während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 35,9% bzw. 1,9%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Wachstumsannahmen des DCF-Modells**

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten, beginnend auf niedrigem Niveau, durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2017e-21e in Höhe von 35,9%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige Grobplanungs- oder Übergangsphase), die 2031e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 1,9% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundes-

anleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

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

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** während der Grobplanungsphase weiter verbessern, da Solvesta nach u. E. sukzessive größere und damit ertragsreichere Unternehmen übernehmen wird;
- ⑤ eine ab 2021e deutlich rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, da wir davon ausgehen, dass Solvesta ab 2021e in einen Steady-State eintreten wird, in dem die Abgänge aus dem Verkauf den Zugängen aus dem Erwerb von Beteiligungen entsprechen;
- ⑤ dass sich ab diesem Zeitpunkt der **Grenzsteuersatz** auf etwa 10% einpendeln wird. Grund hierfür ist, dass gemäß § 8b Körperschaftsteuergesetz (KStG), der die steuerliche Behandlung der Erträge von Körperschaften aus Beteiligungen an anderen Körperschaften (Bezüge und Veräußerungsgewinne) und der mit diesen Erträgen zusammenhängenden Aufwendungen und Gewinnminderungen regelt, Doppelbelastungen auf Körperschaftsebene in Beteiligungsketten dadurch vermieden werden, dass es bei einer einmaligen Körperschaftsteuerbelastung bleibt, bis der Gewinn die Ebene der Körperschaft verlässt und an eine natürliche Person ausgeschüttet wird. Zu diesem Zweck sind mit Ausnahme eines Pauschalbetrags in Höhe von 5% der Beteiligungserträge und Veräußerungsgewinne sämtliche Erträge, die einer Kapitalgesellschaft aus der Beteiligung an einer anderen Kapitalgesellschaft zufließen, steuerfrei. Dieser Pauschalbetrag wird dem zu versteuernden Einkommen der beteiligten Kapitalgesellschaft steuererhöhend hinzugerechnet und ist dementsprechend mit dem Grenzsteuersatz des Unternehmens zu versteuern. Da wir davon ausgehen, dass Erträge aus dem Verkauf von Unternehmensbeteiligungen ab 2021e den Großteil der Konzernerlöse ausmachen werden, ist in den Jahren danach eine niedrige Steuerquote von etwa 10% zu erwarten.
- ⑤ ein **Fundamental-beta** von 1,3, das sich bei der Solvesta AG in Ermangelung von aussagekräftigen Börsenkursen aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

**TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA**

Diversifizierungsgrad	0,10
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-beta	1,00
<b>Fundamental-beta</b>	<b>1,30</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⑤ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 4,0% (bisher 3,7%) pro Jahr, der ein von uns für Solvesta abgeleitetes synthetisches Rating von B zugrunde liegt;
- ⑤ dass die von Solvesta in 2017e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 12,2% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,3 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 9,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Cap-Aufschlag von 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer (aus dem erwarteten Börsenumsatz abgeleiteten) Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem

von uns ermittelten synthetischen Unternehmens-Rating von B sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 8,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Solvesta eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 33,3%/66,6% anstrebt;

- Ⓢ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger); dies betrifft insbesondere die Jahre der Detailplanungsphase, in der wir aufgrund der hohen Investitionen in Sachanlagen und Beteiligungen erhebliche negative Free Cashflows erwarten.
- Ⓢ dass Solvesta in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von 12,2% (2021e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

**TABELLE 4: WACC (2017E)**

<b>Kosten des Eigenkapitals nach CAPM</b>		<b>12,3%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,30
Erwartete Risikoprämie (geometrischer Mittelwert)	%	9,0%
<b>Small Cap-Prämie</b>	<b>%</b>	<b>2,0%</b>
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	33,3%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>4,8%</b>
<b>Kosten der Verschuldung</b>		<b>11,2%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	8,0%
Grenzsteuersatz	%	-30,0%
Zielkapitalstruktur	%	66,7%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>7,5%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	<b>%</b>	<b>12,2%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

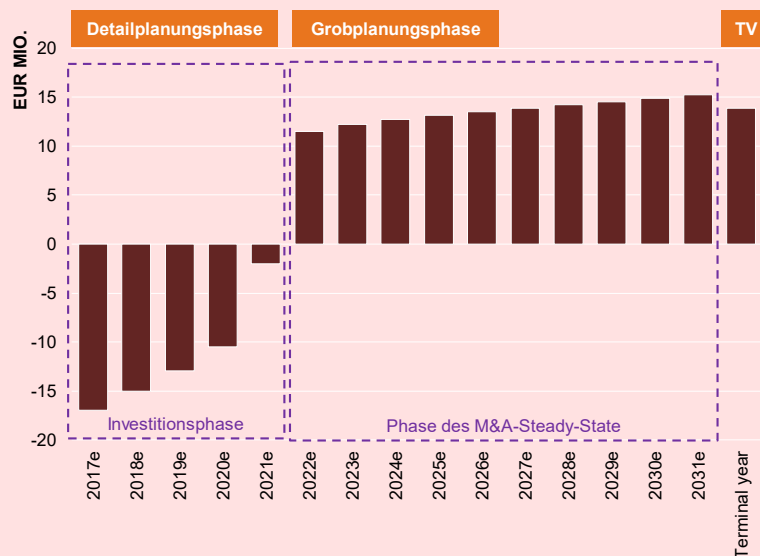
**Entwicklung der freien Cashflows**

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. nachstehende Abbildung 5) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2017e bis 2031e:

- Ⓢ Erkennbar ist, wie die **Anfangs- oder Detailplanungsphase** von den erheblichen Investitionen in den Aufbau des Beteiligungsportefeuilles belastet sein wird, was durchgängig negative Free Cashflows zur Folge haben sollte.
- Ⓢ Während der anschließenden **Übergangs- oder Grobplanungsphase** haben wir demgegenüber einen eingeschwungenen Zustand modelliert, in dem sich Beteiligungskäufe- und -verkäufe die Waage halten.
- Ⓢ In der abschließenden Phase des **Terminal Value** schließlich modellieren wir aufgrund des dann unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen leichten Rückgang der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes darstellt.



ABBILDUNG 5: FREIE CASHFLOWS TO THE FIRM (FCFF)



Während der Detailplanungsphase der Jahre 2017e bis 2021e haben wir erhebliche Investitionen in den Aufbau des Beteiligungspportefeuilles modelliert, was durchgängig negative Cashflows zur Folge hat. Während der anschließenden Grobplanungsphase gehen wir davon aus, dass sich Beteiligungskäufe und -verkäufe die Waage halten.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 27,30 je Aktie**

Der Enterprise Value der Solvesta liegt in unserem nun angepassten Bewertungsmodell bei EUR 33,4 Mio. Aus diesem werden 117,3% über den Terminal Value abgeleitet, 154,7% bzw. -172,0% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Der negative Wert des Eigenkapitals während der Detailplanungsphase (in Höhe von EUR -57,5 Mio.) ergibt sich aufgrund der hohen Abflüsse aus dem Aufbau des Portefeuillebestands, insbesondere aus den bezahlten Kaufpreisen und der Finanzierung des erforderlichen Working Capital. Angesichts einer Bruttoverschuldung (bzw. Nettofinanzposition) von EUR 6,1 Mio. (bzw. EUR 3,1 Mio.) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 30,4 Mio. Nach Adjustierung der Anzahl ausstehender Aktien um die Wandelanleihe sowie die kürzlich erfolgte Kapitalerhöhung auf aktuell 1,114 Mio. (bisher 830.000) Stück Aktien ergibt sich dementsprechend ein Kursziel von EUR 27,30 je Aktie (bisher EUR 55,30).

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 27,30 je Aktie.

TABELLE 5: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Terminal Cashflow	EUR Mio.	13,9
Terminal Cost of capital	%	5,6%
Terminal Value	EUR Mio.	148,0
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	39,2
in % des Enterprise Value	%	117,3%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-57,5
in % des Enterprise Value	%	-172,0%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	51,7
in % des Enterprise Value	%	154,7%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>33,4</b>
Finanzschulden	EUR Mio.	-6,1
Excess Cash	EUR Mio.	3,0
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	30,4
Anzahl Aktien	Mio.	1,114
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>27,30</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

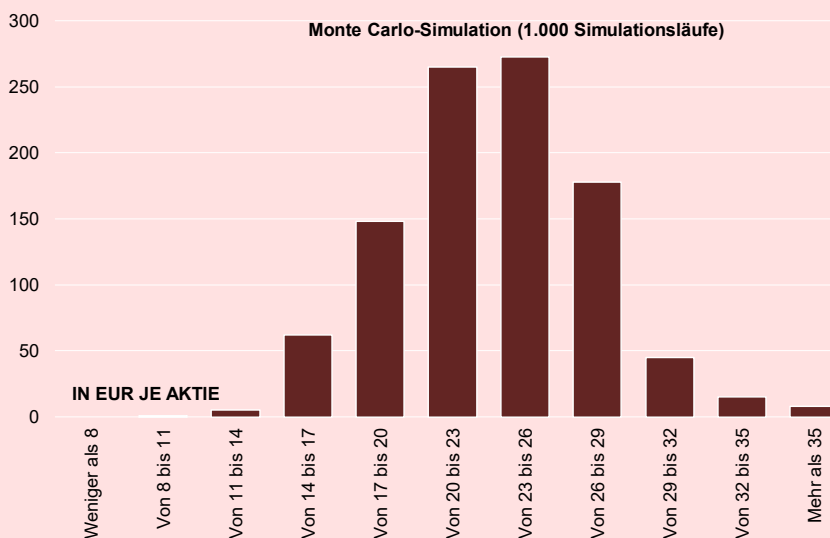
Die erhebliche Anpassung unseres Kursziels um insgesamt EUR 28,00 je Aktie verteilt sich dabei auf zwei Effekte:

- ⑤ Einmal auf den Effekt aus der Anpassung unseres Bewertungsmodells, aus dem sich eine Anpassung unseres Kurszieles von EUR 13,90 je Aktie begründet,
- ⑤ zum anderen aus der höheren Anzahl ausstehender Aktien, aus der eine Anpassung des Kurszieles um EUR 14,10 je Aktie erforderlich wird.

**Monte Carlo-Analyse**

In einer Monte Carlo-Simulation wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt rund 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Dabei zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 9,0 Mio. bzw. über EUR 42,3 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Je Aktie entsprechen diese Angaben Kursen von EUR 8,00 und EUR 38,00 (vgl. nachstehende Abbildung 6).

**ABBILDUNG 6: SZENARIOANALYSE ANHAND MONTE CARLO-SIMULATION**



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden. Das Ergebnis ist eine linkssteile (rechts-schiefe) Verteilung mit einem Modus bei Werten des Eigenkapitals zwischen EUR 23 und EUR 26 je Aktie.

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) von EUR 27,30 je Aktie wäre Solvesta mit folgenden Multiplies bewertet:

**TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN**

X	Bewertung mit EUR 27,30 je Aktie		Bewertung beim aktuellen Kurs	
	2017e	2018e	2017e	2018e
KGV	15,5x	8,0x	8,2x	4,2x
EV/Umsatz	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA	13,8x	9,2x	9,1x	6,8x
KBV	2,1x	1,7x	1,1x	0,9x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Katalysatoren für die Kursentwicklung**

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Solvesta sehen wir (1) Meldungen über weitere Übernahmen von Beteiligungen; (2) Aussagen über die laufende Ertragsentwicklung der Beteiligungen; (3) Aussagen über mögliche Ergebniseffekte aus dem Verkauf der Stürtz-Immobilien-gesellschaft und (4) Aussagen über die allgemeine Ertragslage deutscher Unternehmen, etwa von Creditreform oder der Deutschen Bundesbank.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

Überdies sehen wir langfristig Indizien für eine Anpassung unserer Unternehmensbewertung nach oben, da wir für die Bestimmung des Diskontierungssatzes ein der Frühphase des Lebenszyklus geschuldetes, konservatives Fundamental-beta von 1,3 angesetzt haben.

**Risiken für unser Rating und Kursziel**

Risiken für unser Rating und unser Kursziel bzw. mögliche Schwächen aus dem Geschäftsmodell ergeben sich aus den folgenden Punkten:

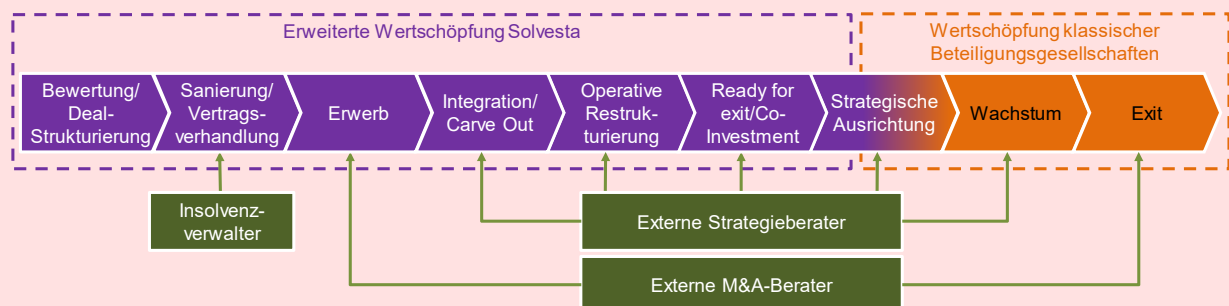
- ⊖ Seit der Notierungsaufnahme Ende 2015 konnte Solvesta noch nicht den **Proof of Concept** erbringen, Unternehmen aus der Insolvenz zu erwerben und mit weit überdurchschnittlichen Renditen zu verkaufen; in Verbindung mit der jüngsten Verlustmeldung hat die Reputation des Unternehmens am Kapitalmarkt gelitten.
- ⊖ **Hohe Bedeutung der Auswahl der Beteiligungen** mit entsprechenden Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage;
- ⊖ Geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aufgrund eines **langfristigen Auswahlprozesses**;
- ⊖ Aus der Zwangswandlung der Wandelanleihe lässt sich ein **möglicher Stock Overhang** ableiten, mit dessen Auswirkungen jedoch vor Erreichen neuer Höchstkurse aus unserer Sicht nicht zu rechnen ist.
- ⊖ Abgesehen von hohen Capex und dem erforderlichen Fachwissen im Insolvenzrecht bestehen grundsätzlich **niedrige Markteintrittsbarrieren** in einem limitierten Markt;
- ⊖ Hohe **Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen** im Vorstand.

**Spezialist für die Sanierung von (quasi-) insolventen Gesellschaften**

Die 2014 gegründete Solvesta ist eine Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf den Erwerb und die Sanierung von Unternehmen in Insolvenz, in Eigenverwaltung (mit oder ohne Schutzschirm) oder in insolvenznahen Situationen, für die eine stille Übernahme vom bisherigen Eigentümer gewünscht ist. Mit diesem, in Deutschland nahezu einzigartigen Geschäftsmodell ist Solvesta erster Ansprechpartner für Insolvenzverwalter, Sachwalter, M&A-Berater, Restrukturierungs- und Unternehmensberater sowie für Eigentümer von Unternehmen, wenn es um einen zielgerichteten Verkauf wirtschaftlich stark angeschlagener Unternehmen geht.

**Geschäftsmodell:** Erwerb, Sanierung und Verkauf von Beteiligungen an insolventen bzw. quasi-insolventen Unternehmen

**ABBILDUNG 7: WERTSCHÖPFUNGSMODELL SOLVESTA**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## **Unternehmensstrategie**

Die Unternehmensstrategie von Solvesta basiert auf vier Säulen: **(1)** der Einwerbung frischen Eigenkapitals zur Beschleunigung des externen Wachstums; **(2)** der Erreichung eines eingeschwungenen Zustands, in dem Übernahmen durch die freien Cashflows der bestehenden Beteiligungen finanziert werden; **(3)** der Erreichung der Dividendenfähigkeit und **(4)** der Übertragung des Geschäftsmodells in andere Rechtsgebiete.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>45,9</b>	<b>69,6</b>	<b>118,7</b>	<b>167,2</b>	<b>212,2</b>	<b>237,4</b>
YoY	%	n/a	19196,1%	51,6%	70,5%	40,9%	26,9%	11,9%
Materialaufwand in % der Umsätze	EUR Mio. %	-0,1 -41,9%	-23,0 -50,0%	-33,8 -48,5%	-55,8 -47,0%	-76,3 -45,6%	-93,9 -44,3%	-101,9 -42,9%
Rohertrag in % der Umsätze	EUR Mio. %	0,1 58,1%	23,0 50,0%	35,8 51,5%	62,9 53,0%	90,9 54,4%	118,3 55,7%	135,5 57,1%
<b>Personalaufwand</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,3</b>	<b>-15,7</b>	<b>-35,5</b>	<b>-36,7</b>	<b>-38,2</b>	<b>-40,3</b>	<b>-43,3</b>
in % der Umsätze	%	-128%	-34,3%	-51,0%	-30,9%	-22,9%	-19,0%	-18,3%
davon Beteiligungsgesellschaften	EUR Mio.	0,0	-14,7	-34,0	-34,4	-34,8	-35,2	-35,6
davon Holding	EUR Mio.	-0,3	-1,0	-1,5	-2,3	-3,4	-5,1	-7,7
Sonstige betriebliche Erträge in % der Umsätze	EUR Mio. %	0,0 6,9%	0,7 1,5%	0,8 1,1%	0,8 0,7%	0,9 0,6%	1,0 0,5%	1,1 0,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen in % der Umsätze	EUR Mio. %	-0,6 -268%	-6,5 -14,2%	2,3 3,2%	-20,2 -17,0%	-43,5 -26,0%	-67,0 -31,6%	-79,8 -33,6%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>3,4</b>	<b>6,8</b>	<b>10,1</b>	<b>12,0</b>	<b>13,5</b>
in % der Umsätze	%	-331%	3,0%	4,8%	5,7%	6,0%	5,7%	5,7%
YoY	%	n/a	93,7%	42,8%	78,4%	100,5%	126,4%	123,2%
Abschreibungen in % der Umsätze	EUR Mio. %	0,0 -6,0%	-0,1 -0,3%	-0,3 -0,5%	-0,7 -0,6%	-1,0 -0,6%	-1,2 -0,6%	-1,3 -0,6%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>3,0</b>	<b>6,1</b>	<b>9,1</b>	<b>10,8</b>	<b>12,1</b>
in % der Umsätze	%	-337%	2,7%	4,4%	5,2%	5,4%	5,1%	5,1%
YoY	%	n/a	93,7%	42,8%	78,4%	100,5%	126,4%	123,2%
Zinsertrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-1,1	-1,4	-1,5
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>5,5</b>	<b>8,0</b>	<b>9,4</b>	<b>10,6</b>
in % der Umsätze	%	-334%	2,7%	4,0%	4,6%	4,8%	4,4%	4,5%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,2	-0,4	-0,8	-1,6	-2,4	-2,8	-3,2
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerquote	%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>5,6</b>	<b>6,6</b>	<b>7,4</b>
in % der Umsätze	%	-234%	1,9%	2,8%	3,2%	3,4%	3,1%	3,1%
YoY	%	n/a	93,7%	47,8%	97,6%	130,9%	177,0%	172,1%
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	830,5	830,5	1.113,7	1.113,7	1.113,7	1.113,7	1.113,7
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,67</b>	<b>1,05</b>	<b>1,77</b>	<b>3,43</b>	<b>5,05</b>	<b>5,93</b>	<b>6,66</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,8</b>	<b>2,5</b>	<b>20,9</b>	<b>35,6</b>	<b>50,1</b>	<b>63,6</b>	<b>71,2</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,2	1,7	2,9	4,1	5,3	5,9
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	2,3	19,1	32,6	46,0	58,4	65,3
Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,7	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
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,1</b>	<b>9,0</b>	<b>21,6</b>	<b>35,0</b>	<b>45,3</b>	<b>58,0</b>	<b>63,7</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,0	2,3	7,0	11,9	16,7	21,2	23,7
DIO	d	50,0	36,0	74,2	76,5	78,9	81,3	83,8
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,8	3,7	11,1	19,0	26,8	34,0	38,0
DSO	d	1.214,2	28,8	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,3	3,0	3,5	4,2	1,9	2,8	1,9
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
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,9</b>	<b>11,5</b>	<b>42,5</b>	<b>70,6</b>	<b>95,5</b>	<b>121,6</b>	<b>134,8</b>
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,6</b>	<b>4,8</b>	<b>14,2</b>	<b>18,1</b>	<b>23,7</b>	<b>30,3</b>	<b>37,7</b>
EK-Quote	%	87,8%	41,7%	33,5%	25,6%	24,8%	24,9%	28,0%
Grundkapital	EUR Mio.	0,8	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,8	4,0	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-1,0	-0,1	1,9	5,7	11,3	17,9	25,3
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>6,7</b>	<b>28,2</b>	<b>52,6</b>	<b>71,8</b>	<b>91,3</b>	<b>97,1</b>
Anleihen	EUR Mio.	0,0	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	15,0	30,0	40,0	51,0	52,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,1	0,6	12,3	20,9	29,4	37,4	41,8
Tage	d	114,4	4,7	63,4	63,4	63,4	63,4	63,4
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	1,0	1,7	2,4	3,0	3,3
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,9</b>	<b>11,5</b>	<b>42,5</b>	<b>70,6</b>	<b>95,5</b>	<b>121,6</b>	<b>134,8</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>40,2%</b>	<b>21,8%</b>	<b>49,1%</b>	<b>50,4%</b>	<b>52,5%</b>	<b>52,3%</b>	<b>52,8%</b>
Immaterielles Vermögen	%	0,5%	1,8%	4,1%	4,2%	4,3%	4,3%	4,4%
Sachanlagevermögen	%	1,8%	20,0%	45,1%	46,2%	48,2%	48,0%	48,4%
Beteiligungen	%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	34,7%	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%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>59,1%</b>	<b>78,2%</b>	<b>50,9%</b>	<b>49,6%</b>	<b>47,5%</b>	<b>47,7%</b>	<b>47,2%</b>
Vorräte	%	0,7%	20,0%	16,4%	16,8%	17,5%	17,4%	17,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	42,8%	32,0%	26,2%	26,9%	28,0%	27,9%	28,2%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	%	14,7%	26,2%	8,3%	5,9%	2,0%	2,3%	1,4%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,7%	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%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>87,8%</b>	<b>41,7%</b>	<b>33,5%</b>	<b>25,6%</b>	<b>24,8%</b>	<b>24,9%</b>	<b>28,0%</b>
Grundkapital	%	40,3%	7,2%	2,6%	1,6%	1,2%	0,9%	0,8%
Kapitalrücklage	%	98,5%	35,2%	26,5%	15,9%	11,8%	9,3%	8,3%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-51,0%	-0,7%	4,4%	8,1%	11,9%	14,7%	18,8%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	5,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>6,4%</b>	<b>58,3%</b>	<b>66,5%</b>	<b>74,4%</b>	<b>75,2%</b>	<b>75,1%</b>	<b>72,0%</b>
Anleihen	%	0,0%	53,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	35,3%	42,5%	41,9%	41,9%	38,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	4,0%	5,2%	28,8%	29,6%	30,8%	30,7%	31,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	1,2%	0,0%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,6	0,9	2,0	3,8	5,6	6,6	7,4
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,3	0,7	1,0	1,2	1,3
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	-2,3	-4,7	-4,9	-4,9	-4,5	-2,5
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,8	-2,9	-7,5	-7,9	-7,8	-7,2	-4,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	-0,1	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.	0,0	0,5	11,7	8,6	8,5	7,9	4,4
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	1,0	0,7	0,7	0,6	0,4
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,7</b>	<b>7,0</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in IAV	EUR Mio.	0,0	-0,2	-1,5	-1,2	-1,2	-1,1	-0,6
Investitionen in SAV	EUR Mio.	0,0	-2,4	-17,2	-14,2	-14,4	-13,6	-8,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-18,7</b>	<b>-15,4</b>	<b>-15,6</b>	<b>-14,7</b>	<b>-8,9</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>-15,9</b>	<b>-14,3</b>	<b>-12,3</b>	<b>-10,0</b>	<b>-1,9</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	1,8	2,2	7,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	15,0	15,0	10,0	11,0	1,0
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.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,1</b>	<b>8,4</b>	<b>16,4</b>	<b>15,0</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>1,0</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-0,1	2,7	0,5	0,7	-2,3	1,0	-0,9
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,4	0,3	3,0	3,5	4,2	1,9	2,8
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Auf einen Blick I, 2015-21e

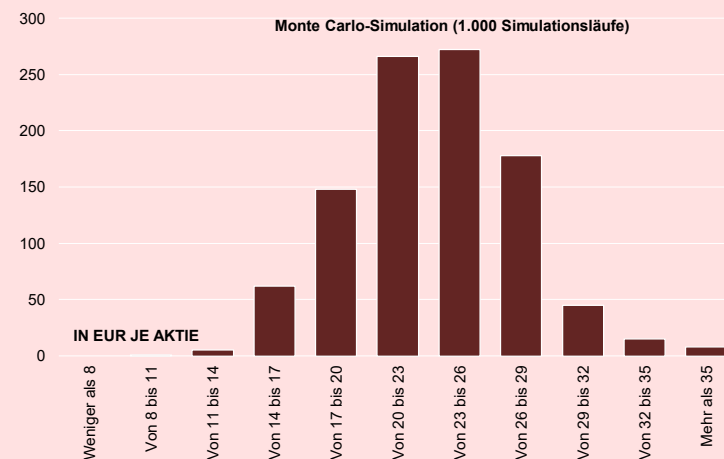
HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	0,2	45,9	69,6	118,7	167,2	212,2	237,4
Rohhertrag	EUR Mio.	0,1	23,0	35,8	62,9	90,9	118,3	135,5
EBITDA	EUR Mio.	-0,8	1,4	3,4	6,8	10,1	12,0	13,5
EBIT	EUR Mio.	-0,8	1,2	3,0	6,1	9,1	10,8	12,1
EBT	EUR Mio.	-0,8	1,2	2,8	5,5	8,0	9,4	10,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,6	0,9	2,0	3,8	5,6	6,6	7,4
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		139	115	617	625	632	640	647
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	34,00	53,50	36,20	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	1,50	25,00	14,55	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	9,61	37,38	28,87	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	30,00	33,71	14,55	14,55	14,55	14,55	14,55
EPS	EUR	-0,67	1,05	1,77	3,43	5,05	5,93	6,66
BVPS	EUR	1,98	5,76	12,79	16,22	21,27	27,20	33,86
CFPS	EUR	-1,72	-4,51	2,52	0,96	2,90	4,18	6,29
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							27,30
Performance bis Kursziel	%							87,6%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	-330,8%	3,0%	4,8%	5,7%	6,0%	5,7%	5,7%
EBIT-Marge	%	-336,8%	2,7%	4,4%	5,2%	5,4%	5,1%	5,1%
EBT-Marge	%	-333,9%	2,7%	4,0%	4,6%	4,8%	4,4%	4,5%
Netto-Marge	%	-233,8%	1,9%	2,8%	3,2%	3,4%	3,1%	3,1%
FCF-Marge	%	-909,0%	-12,3%	-22,8%	-12,1%	-7,4%	-4,7%	-0,8%
ROE	%	-33,8%	18,2%	13,8%	21,2%	23,7%	21,8%	19,7%
NWC/Umsatz	%	311,3%	11,7%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	1,7	399,3	112,8	190,0	264,6	331,8	366,8
Pro-Kopf-EBIT	EUR	-5,8	10,8	4,9	9,8	14,4	16,9	18,8
Capex/Umsatz	%	-10,5%	-5,2%	-24,7%	-11,9%	-8,6%	-6,4%	-3,5%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	19196,1%	51,6%	70,5%	40,9%	26,9%	11,9%
Rohhertrag	%	n/a	16519,5%	56,1%	75,4%	44,6%	30,1%	14,5%
EBITDA	%	n/a	n/a	143,5%	102,1%	48,0%	19,0%	12,4%
EBIT	%	n/a	n/a	143,5%	102,1%	48,0%	19,0%	12,4%
EBT	%	n/a	n/a	125,4%	94,3%	47,0%	17,5%	12,3%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	125,4%	94,3%	47,0%	17,5%	12,3%
EPS	%	n/a	n/a	68,1%	94,3%	47,0%	17,5%	12,3%
CFPS	%	n/a	162,0%	n/a	-61,9%	202,3%	43,9%	50,4%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,8	2,5	20,9	35,6	50,1	63,6	71,2
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	1,1	9,0	21,6	35,0	45,3	58,0	63,7
Eigenkapital	EUR Mio.	1,6	4,8	14,2	18,1	23,7	30,3	37,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,1	6,7	28,2	52,6	71,8	91,3	97,1
EK-Quote	%	87,8%	41,7%	33,5%	25,6%	24,8%	24,9%	28,0%
Gearing	%	-16,7%	-62,8%	80,6%	142,9%	161,0%	159,0%	132,8%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,7	5,4	5,8	10,0	14,0	17,8	19,9
Asset Turnover	x	0,1	4,0	1,6	1,7	1,8	1,7	1,8
EBITDA-ICR	x	n/a	n/a	15,0	10,1	9,6	8,8	8,7
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	831	831	1.114	1.114	1.114	1.114	1.114
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	28,2	44,4	40,3	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	1,2	20,8	16,2	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	8,0	31,0	32,2	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	24,9	28,0	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,3	-3,0	11,5	25,8	38,1	48,2	50,1
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 des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	28,0	41,4	51,8	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	1,0	17,8	27,7	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	7,7	28,0	43,6	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	24,6	25,0	27,7	42,0	54,3	64,4	66,3
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	117,51	0,90	0,74	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	4,08	0,39	0,40	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	32,39	0,61	0,63	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	103,55	0,54	0,40	0,35	0,32	0,30	0,28
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	29,9	15,4	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	12,8	8,2	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	20,2	12,9	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	18,0	8,2	6,2	5,4	5,4	4,9
EV/EBIT Hoch	x	n/a	33,2	17,1	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	14,2	9,1	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	22,5	14,4	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	20,1	9,1	6,8	6,0	6,0	5,5
KGV Hoch	x	n/a	50,9	20,5	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	23,8	8,2	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	35,6	16,3	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	32,1	8,2	4,2	2,9	2,5	2,2
KBV Schlusskurs	x	15,2	5,9	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4
FCF-Yield	%	-8,7%	-20,1%	-98,1%	-88,4%	-76,0%	-61,9%	-11,7%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-1,4	-3,7	2,8	1,1	3,2	4,7	7,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,7	-1,9	-18,7	-15,4	-15,6	-14,7	-8,9
Free Cashflow	EUR Mio.	-2,2	-5,6	-15,9	-14,3	-12,3	-10,0	-1,9
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	2,1	8,4	16,4	15,0	10,0	11,0	1,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## DCF-Modell

		2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TV
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>69,6</b>	<b>118,7</b>	<b>167,2</b>	<b>212,2</b>	<b>237,4</b>	<b>254,9</b>	<b>265,6</b>	<b>271,6</b>	<b>275,1</b>	<b>277,4</b>	<b>279,2</b>	<b>280,9</b>	<b>282,6</b>	<b>284,3</b>	<b>286,0</b>	<b>287,7</b>
YoY	%	51,6%	70,5%	40,9%	26,9%	11,9%	7,4%	4,2%	2,3%	1,3%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,0</b>	<b>6,1</b>	<b>9,1</b>	<b>10,8</b>	<b>12,1</b>	<b>13,3</b>	<b>14,1</b>	<b>14,7</b>	<b>15,2</b>	<b>15,6</b>	<b>15,9</b>	<b>16,3</b>	<b>16,7</b>	<b>17,1</b>	<b>17,5</b>	<b>17,3</b>
EBIT-Marge	%	4,4%	5,2%	5,4%	5,1%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%	6,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,8	-1,6	-2,4	-2,8	-3,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
Steuerquote (τ)	%	27,8%	26,7%	26,5%	26,2%	26,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>6,7</b>	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>	<b>12,0</b>	<b>12,7</b>	<b>13,2</b>	<b>13,6</b>	<b>14,0</b>	<b>14,4</b>	<b>14,7</b>	<b>15,0</b>	<b>15,4</b>	<b>15,7</b>	<b>15,5</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-19,2	-19,5	-19,6	-18,5	-11,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,7
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-17,0</b>	<b>-15,0</b>	<b>-13,0</b>	<b>-10,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,2</b>	<b>12,7</b>	<b>13,1</b>	<b>13,5</b>	<b>13,9</b>	<b>14,2</b>	<b>14,5</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>	<b>13,9</b>
WACC	%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	11,7%	11,2%	10,7%	10,2%	9,7%	9,2%	8,7%	8,1%	7,6%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	57,5%	51,7%	46,7%	42,4%	38,6%	35,4%	32,6%	30,1%	28,0%	26,5%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-17,0</b>	<b>-15,0</b>	<b>-13,0</b>	<b>-10,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,0%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	39,2															
in % des Enterprise Value	%	117,3%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-57,5															
in % des Enterprise Value	%	-172,0%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	51,7															
in % des Enterprise Value	%	154,7%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>33,4</b>															
Finanzschulden	EUR Mio.	-6,1															
Excess Cash	EUR Mio.	3,0															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>30,4</b>															
Anzahl Aktien	Mio.	1,114															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>27,30</b>															



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

#### Disclaimer

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

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

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **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 per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

**Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie 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)

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

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

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

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

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

#### Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

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

- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- 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)
15.03.2017/11:45 Uhr	EUR 27,30/EUR 15,50	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
16.12.2016/09:55 Uhr	EUR 55,30/EUR 36,00	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
26.09.2016/12:06 Uhr	EUR 55,30/EUR 36,00 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
15.09.2016/08:07 Uhr	EUR 55,30/EUR 39,00 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
04.07.2016/09:17 Uhr	EUR 60,50/EUR 44,00 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
27.06.2016/16:21 Uhr	EUR 53,00/EUR 44,98 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
01.03.2016/11:21 Uhr	EUR 53,00/EUR 31,50 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 2, 8

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

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

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

#### Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

#### Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

#### Erklärung der Ersteller der Studien

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

Diese Studie wurde am 15.03.2017 um 11:20 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 15,50 (Börse Düsseldorf).