

# Nexway AG

Reuters: A5AB.GF

Bloomberg: A5AB GR EQU

## HV stellt Weichen für strategische Neuaufstellung

Nexway hat auf der Hauptversammlung die Weichen für eine strategische Neuaufstellung auf dem Bildungsmarkt gestellt. Bisher erstellt und betreibt Nexway in diesem Bereich Software-Beschaffungsportale für Universitäten, Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Universitätskliniken und Unternehmen in Form von zentralen Intranet-Portalen, die berechnete User in die Lage versetzen, Softwareprodukte in Form von Neuerscheinungen und Updates zu meist günstigeren Konditionen als im Stand-Alone-Fall zu erwerben.

Zukünftig sollen die "Ed-Tech"-Aktivitäten nicht nur thematisch verbreitert, sondern auch durch selektive Zukäufe verstärkt werden. Als „Role Model“ für diese Neuausrichtung könnte nach unserer Einschätzung der unlängst mit IBM abgeschlossene Hochschulrahmenvertrag dienen, nach dem Nexway die IBM-Software mit eigenen, auf die Bedürfnisse des jeweiligen Kunden zugeschnittenen Dienstleistungen wie eine automatisierte, an die Semesterdauer angepasste Schlüsselverwaltung, Benutzerstatistiken oder einen Community Support kombiniert. Auch die strategische Partnerschaft mit der Schweizer Highlight Event and Entertainment (HLEE), deren Content-Angebote Nexway künftig vermarkten wird, ist ein Beispiel dieser aus unserer Sicht wertschöpfenden Strategie.

Bedingt durch die Covid-19-Krise wird der E-Learning-Markt in den kommenden Jahren signifikant zulegen. Hiervon wird Nexway, mit seinem Geschäftsbereich Academics als Marktführer im deutschsprachigen Hochschulmarkt, nach unserer Einschätzung deutlich stärker profitieren als von seiner letztlich unbefriedigenden Marktstellung im E-Commerce-Service-Bereich, in dem Nexway zukünftig nur noch in Form einer Minderheitsbeteiligung engagiert sein wird. Um dies auch nach außen deutlich zu machen, soll Nexway in den kommenden Wochen in „asknet Solutions AG“ umfirmiert werden.

Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Nexway AG, nehmen jedoch nach Anpassung relevanter Bewertungsparameter unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel leicht auf EUR 17,90 von EUR 18,40 je Aktie (Base Case-Szenario) zurück. In einer Monte Carlo-Szenarioanalyse, in der wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt haben, ergeben sich Best-Case- und Worst-Case-Werte des Eigenkapitals von EUR 14,50 bzw. von EUR 20,30 je Aktie. Ähnliche Kursziele lassen sich aus einem Economic Profit-Wertschöpfungsmodell ableiten (Sekundärbewertungsmethode). Bezogen auf den gestrigen Schlusskurs von EUR 8,15 ergibt sich auf Sicht von 24 Monaten ein von uns erwartetes Kurspotenzial von 119,6%.

**Rating:** Buy **Risiko:** Sehr hoch  
**Kurs:** EUR 8,15  
**Kursziel:** EUR 17,90 (bisher EUR 18,40)

WKN / ISIN: A2E370 / DE000A2E3707

Indizes: -

Transparenzlevel: Freiverkehr Frankfurt (Basic Board)

Gewichtete Anzahl Aktien: 1,308 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 10,7 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 1.000 Stück

H1/2020: Vorauss. September 2020

GuV (EUR Mio.)	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	84,3	78,4	87,5	96,8
EBITDA	-1,9	-1,3	0,7	1,6
EBIT	-2,7	-2,2	-0,2	0,6
EBT	-2,7	-2,2	-0,2	0,6
EAT	-2,6	-2,1	-0,2	0,6

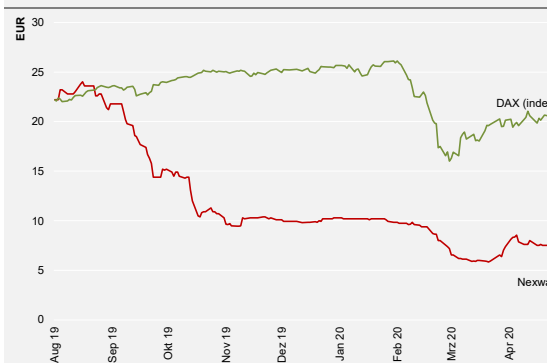
% Rohertrag	2019	2020e	2021e	2022e
EBITDA	-20,7%	-16,4%	6,8%	12,7%
EBIT	-30,0%	-27,3%	-1,7%	5,1%
EBT	-29,9%	-27,1%	-1,6%	5,2%
EAT	-29,3%	-25,8%	-1,5%	4,9%

Je Aktie (EUR)	2019	2020e	2021e	2022e
EPS	-4,05	-1,60	-0,13	0,46
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,00	0,22	0,09	0,56
Cashflow	-0,84	-2,64	0,54	1,15

Bilanz (%)	2019	2020e	2021e	2022e
EK-Quote	0,0%	1,8%	1,4%	6,7%
Gearing	n/a	n/a	-54%	-14%

Multiples (x)	2019	2020e	2021e	2022e
KGV	n/a	n/a	n/a	17,6
EV/Umsatz	0,07	0,23	0,12	0,11
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	16,9
KBV	n/a	37,0	86,1	14,6

Guidance (EUR Mio.)	2020e	2021e
Umsatz		
EBIT		



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 2020e**

Wie erwartet wurde auch zur Hauptversammlung, die in der vergangenen Woche virtuell abgehalten wurde, keine explizite Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2020e veröffentlicht, da die weiteren Auswirkungen der Covid-19-Pandemie für den Vorstand noch nicht vollständig absehbar sind. Allerdings finden sich in der Präsentation zur Hauptversammlung qualitativ gehaltene Aussagen zu einigen Eckdaten der Umsatz- und Ertragsentwicklung:

**TABELLE 1: GUIDANCE 2020E**

		2019	2020e	Kommentar
Umsatz	EUR Mio.	84,3	→	Evtl. sogar Umsatzzanstieg möglich aufgrund deutlicher Ertragssteigerungen im Bereich Academics nach Neuabschluss bedeutender Volumenverträge v.a. mit Adobe, Microsoft und IBM
Rohhertrag	EUR Mio.	9,2	↘	Mittelfristig Margensteigerung erwartet, da höhere Margen durch Zusatzdienstleistungen im Ed-Tech-Bereich
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	-2,6	<0	„Negatives Gesamtergebnis“ infolge der von „Demerge und Neuausrichtung“ belasteten Performance; Verbesserung in 2021e erwartet

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Ausgehend von einem Marktvolumen von mehr als EUR 1,0 Mrd. (2018) wird der Markt für E-Learning in Deutschland in den kommenden Jahren deutlich zweistellige Zuwachsraten aufweisen und sich nach unseren Prognosen bis 2022e auf EUR 1,9 Mrd. nahezu verdoppeln (CAGR 2018-22e 16,9%). Maßgeschneiderte Lösungen werden dabei zu Lasten von serienmäßigen Produkten weiter an Bedeutung gewinnen.**

### Bis 2022e wird das Ed-Tech-Marktvolumen auf EUR 1,9 Mrd. ansteigen

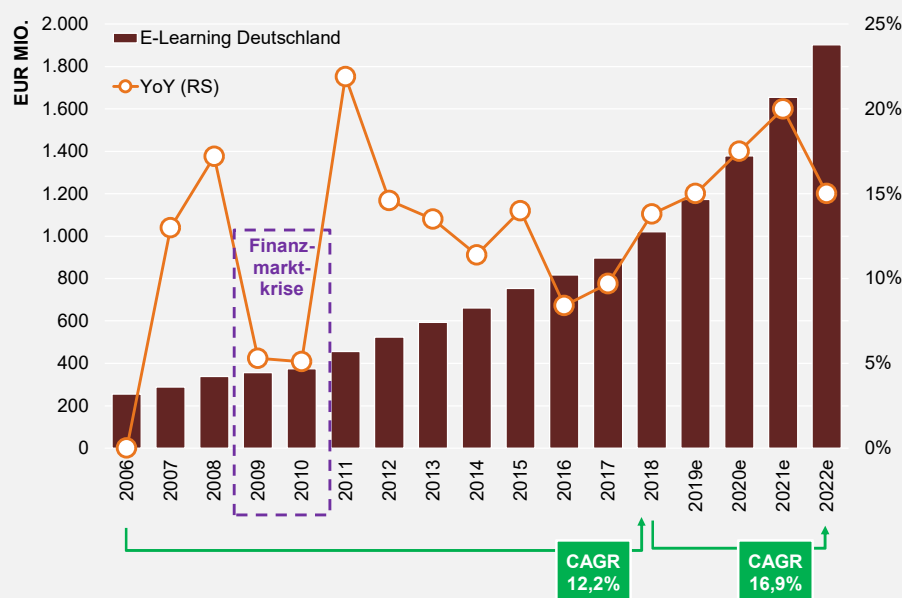
Abgesehen von nur wenigen Ausnahmen wächst der deutsche E-Learning-Gesamtmarkt, auch Ed-Tech genannt, mit zweistelligen Marktwachstumsraten. Für den Zeitraum 2006-18 lag das durchschnittliche jährliche Marktwachstum (CAGR) bei 12,2%. Von einem Marktvolumen von EUR 255,4 Mio., erreicht im Jahr 2006, konnte im Jahr 2018 erstmals die 1-Mrd.-Euro-Schwelle überschritten werden.

Für die kommenden Jahre kann sogar von höheren Marktwachstumsraten ausgegangen werden. Im Gegensatz zur Finanzmarktkrise 2008/09, von der auch der Ed-Tech-Markt betroffen war, dürften die E-Learning-Anbieter von der durch Covid-19 ausgelösten Weltwirtschaftskrise nach unserer Einschätzung nachhaltig profitieren. Unterstützt wird die Entwicklung nicht zuletzt dadurch, dass im Gegensatz zum traditionell webbasierten E-Learning-Modell Systemaufbau und -wartung nicht länger von den Bildungseinrichtungen selbst bereit gestellt werden müssen – mit entsprechenden Folgen für die Kapitalbindung –, sondern über das Software-as-a-Service-Modell in der Cloud.

Dementsprechend rechnen wir für die folgenden vier Jahre mit einem CAGR von 16,9%, so dass der Gesamtmarkt im Jahr 2022e das Volumen von EUR 1,9 Mrd. überschreiten dürfte.

Unter E-Learning werden alle Formen von Lernen verstanden, bei denen elektronische oder digitale Medien für die Präsentation und Distribution von Lernmaterialien bzw. zur Unterstützung zwischenmenschlicher Kommunikation zum Einsatz kommen. Dabei wird zwischen Computer Based Training (CBT) bzw. Mobile Based Training (MBT) und Web Based Training (WBT) unterschieden.

ABBILDUNG 1: DER MARKT FÜR E-LEARNING IN DEUTSCHLAND



Aufgrund der Covid-19-Pandemie fiel in bis zu 194 Ländern die Schule aus. Nach den Angaben der UNESCO mussten im Zuge der Pandemie bis zu 1,6 Mrd. Kinder weltweit zu Hause lernen. Auch Universitäten und Hochschulen sind geschlossen. Kaum ein anderes Bildungssystem der entwickelten Welt ist so schlecht darauf vorbereitet wie das deutsche: Im europaweiten E-Learning-Ranking liegt Deutschland auf dem 27. (und damit letzten) Platz.

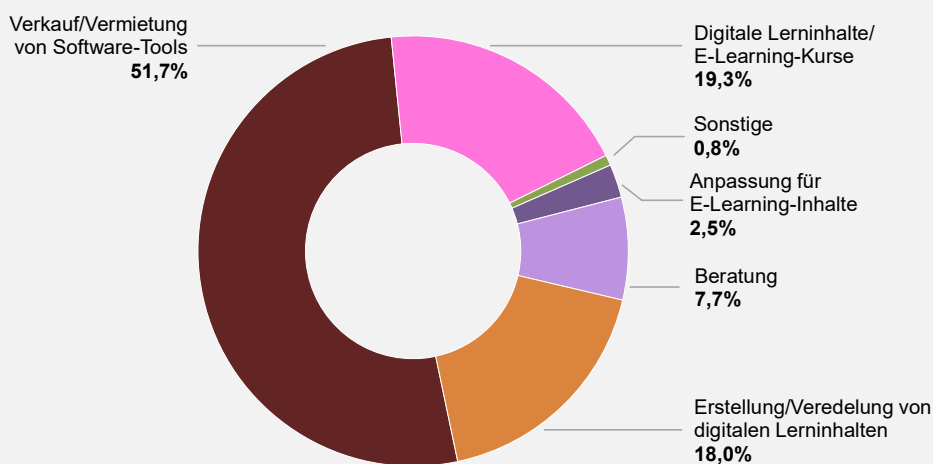
QUELLE: MMB INSTITUT, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Verkauf/Vermietung von Software-Tools als dominierendes Geschäftsfeld

Das umsatzmäßig dominierende Geschäftsfeld stellt das „Anbieten bzw. Verkaufen von digitalen Lerninhalten und E-Learning-Kursen“ dar. Im Jahr 2018 war es mit rund EUR 527 Mio. für 51,7% des Gesamtmarktvolumens verantwortlich. Mit Umsätzen von rund EUR 197 Mio. rangiert die „Erstellung von digitalen Lerninhalten“ mit einem Anteil von 19,3% auf Platz 2.

Die von Nexway angebotene Produktpalette adressiert das größte Teilsegment im E-Learning-Markt.

ABBILDUNG 2: DER MARKT FÜR E-LEARNING IN DEUTSCHLAND NACH SEGMENTEN, 2018



Ettliche Jahre lang lag die Relation „maßgeschneiderte“ Produkte“ vs. „serienmäßige Produktion“ bei in etwa 75:25. In jüngerer Zeit kam es jedoch zu einer Verschiebung zugunsten der maßgeschneiderten Off-the-Shelf-Produkte, die nun rund ein Drittel der angebotenen Produkte und Dienstleistungen ausmachen.

QUELLE: MMB INSTITUT

### Hochgradig fragmentierter Markt

Der Markt für E-Learning-Angebote ist stark fragmentiert. Die Anbieter können in folgende Geschäftsmodelle unterteilt werden:

- ⑤ **Content-Provider** bieten vordefinierte E-Learning-Inhalte an, die entweder standardisiert (zum Beispiel Business English Vocabulary) oder individualisiert sind. Typisches Beispiel eines solchen Content Providers ist das Verlagshaus PONS.
- ⑤ **Application-Provider** bieten E-Learning-Anwendungen an, aus Kostengründen oftmals in Kooperation mit Content Providern. Ein Beispiel hierfür ist die Zusammenarbeit des Herdt-Verlags mit dem Softwareunternehmen Hyperwave.
- ⑤ **Service-Provider** bieten die für E-Learning erforderlichen Dienstleistungen an; diese können entweder in einem direkten Bezug zum Lernvorgang selbst stehen, etwa durch die Bereitstellung von Informations- und Kommunikationsplattformen, oder durch die Übernahme lediglich informativer Funktionen. Beispiel eines Service-Providers ist die imc information multimedia communication AG.
- ⑤ **Hardware-Anbieter** stellen die für E-Learning-Zwecke erforderliche Hardware bereit.
- ⑤ **Full-Service-Provider** bieten All-In-One-Lösungen ausschließlich durch eigene Ressourcen an.

**Wir bewerten das Eigenkapital der Nexway AG aus einem dreiphasigen DCF-Entity-Modell (Base-Case-Szenario), das die langfristigen Ertragsperspektiven des Unternehmens aus unserer Sicht am besten widerspiegelt. Nach Veröffentlichung der Halbjahreszahlen errechnen wir ein Kursziel von EUR 17,90 (bislang EUR 18,40) je Aktie. Ähnliche Kursziele lassen sich aus einem Economic Profit-Wertschöpfungsmodell (EUR 16,80 je Aktie) ableiten, das als Sekundärbewertungsmethodik zur Überprüfung der Ergebnisse des DCF-Modells und für langfristig orientierte Investoren angesetzt werden kann. Angesichts eines von uns auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurssteigerungspotenzials im Base-Case-Szenario von 119,6% bekräftigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Nexway AG.**

#### Leichte Verringerung unseres Kursziels auf EUR 17,90 von EUR 18,40

Unverändert rechnen wir in den kommenden Jahren angesichts der angestoßenen Refokussierung auf den Bereich der akademischen Beschaffungsportale mittelfristig mit einer deutlichen Ergebnisverbesserung. Nach Berücksichtigung von Covid-19-induzierten volkswirtschaftlichen Nachfrageeinbußen und einer Anhebung der bewertungsrelevanten Risikoparameter (Ausfallwahrscheinlichkeitsannahme im Terminal Value und CDS-Prämie für das verzinsliche Fremdkapital) errechnen wir aus unserem dreistufigen Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) einen Enterprise Value in Höhe von EUR 20,3 Mio. Zuzüglich der Nettofinanzposition (per 12/2019) in Höhe von EUR 3,1 Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 23,4 Mio. Bei 1,308 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 17,90 je Aktie. In nachstehender Tabelle 2 haben wir die Ergebnisse unserer DCF-Bewertung zusammengefasst:

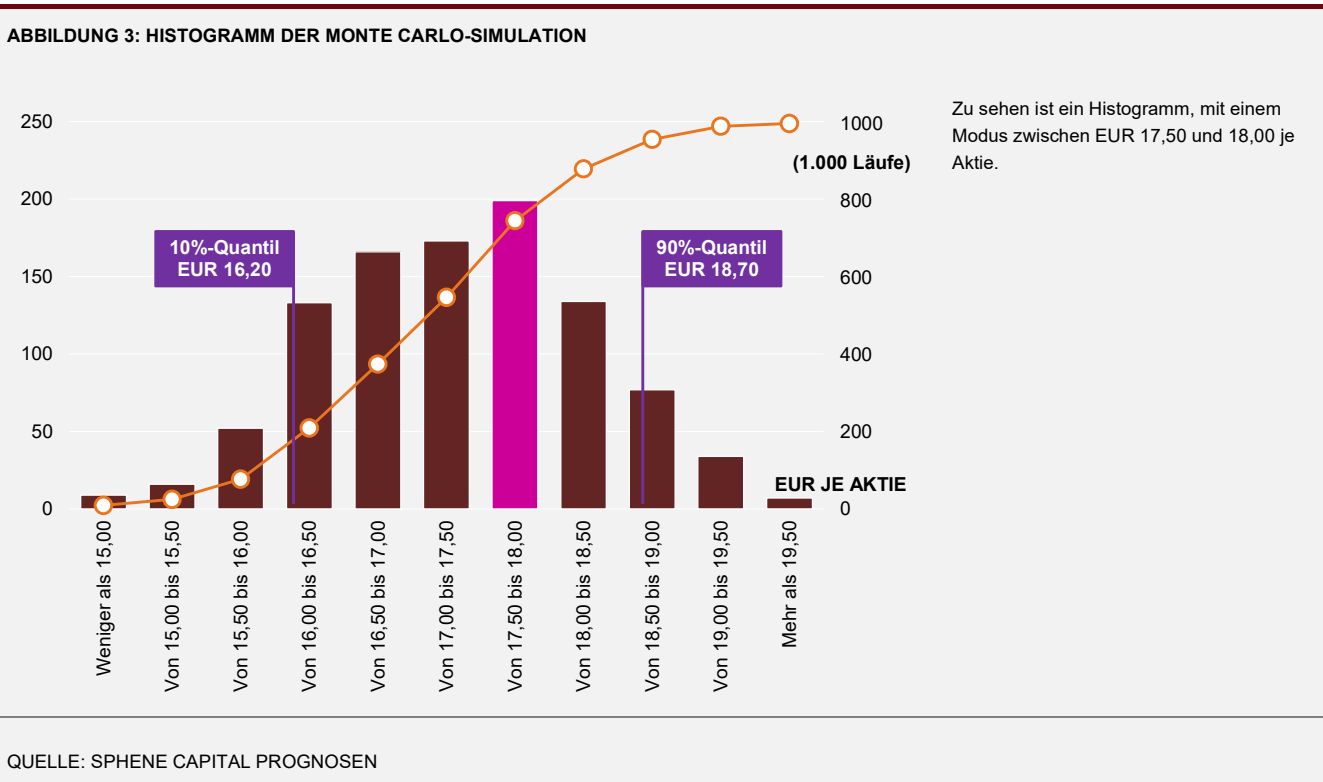
Angesichts der mittelfristig erwarteten Ergebnissteigerungen sehen wir in einem langfristig angelegten Discounted-Cash-flow-Modell das geeignete Verfahren zur Bewertung von Nexway.

TABELLE 2: DCF-BEWERTUNG – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE			
			Kommentar
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	5,0%	Synthetisches B- Rating mit 10% RR und Default Spread 600 bps
Terminal Cost of Capital	%	5,1%	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	8,0	Ab dem Jahr 2034e
in % des Enterprise Value	%	39,4%	
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	0,7	Für den Zeitraum 2020e-24e
in % des Enterprise Value	%	3,5%	
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	11,6	Für den Zeitraum 2025e-34e
in % des Enterprise Value	%	57,1%	
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>20,2</b>	
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	Daten zum 31.12.2019 (Ende des Geschäftsjahres 2019)
Liquidität	EUR Mio.	3,1	Daten zum 31.12.2019 (Ende des Geschäftsjahres 2019)
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>23,4</b>	
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	1,3	
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>17,90</b>	<b>Kursziel auf Sicht von 24 Monaten</b>
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN			

**Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation**

In der nachfolgenden Abbildung 3 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet.

Es zeigt sich, dass Werte des Eigenkapitals von unter EUR 19,0 Mio. bzw. über EUR 26,5 Mio. bzw. von unter EUR 14,50 und über EUR 20,30 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können. Das 10%-Quantil liegt bei EUR 16,20 je Aktie, das 90%-Quantil bei EUR 18,70 je Aktie.



**Überprüfung des Kursziels anhand eines Wertschöpfungsmodells**

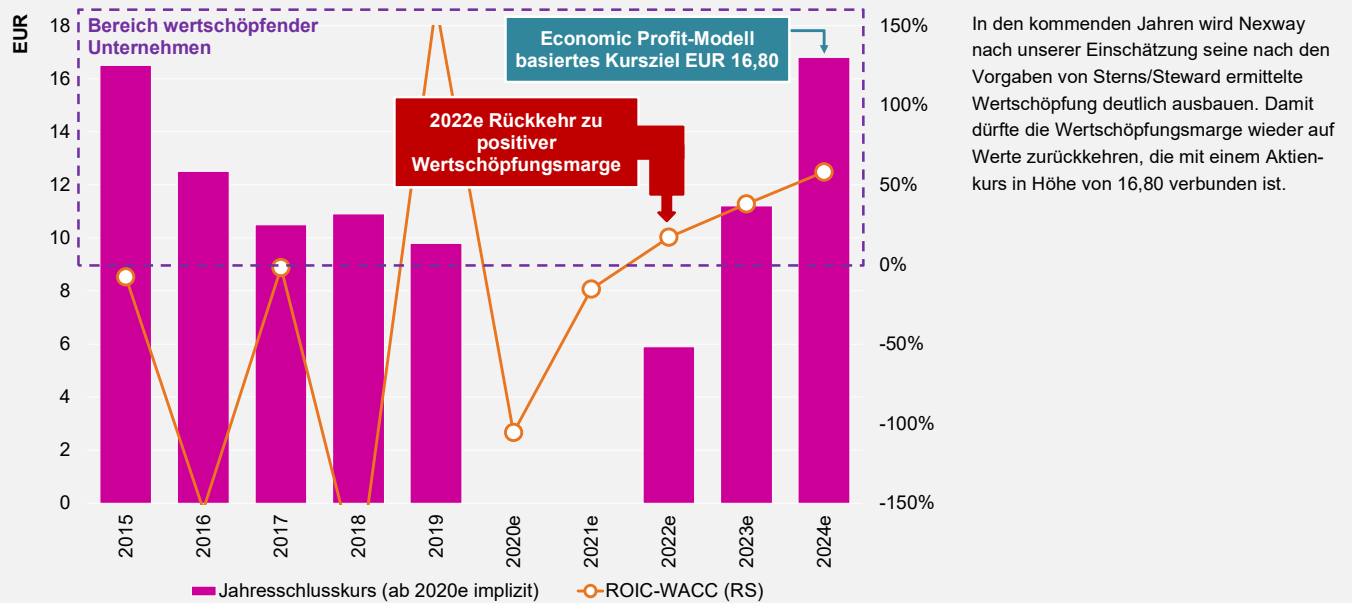
Wir überprüfen die Ergebnisse unseres dreiphasigen DCF-Entity-Modells anhand eines Wertschöpfungsmodells. Die Betrachtung basiert auf dem Economic-Value-Added-Modell von Stearns/Steward. Dabei werden die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten mit der Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) verglichen. Unternehmen, die ihre Kapitalkosten übertreffen und damit eine Überrendite erwirtschaften, sind grundsätzlich in der Lage, Wert für ihre Aktionäre zu schaffen. Unternehmen, die ihre Kapitalkosten nicht erwirtschaften, vernichten dagegen Shareholder Value. Darüber hinaus können wir anhand der ermittelten Daten feststellen, inwieweit das Capital Employed derzeit am Kapitalmarkt in Relation zu seiner Ertragsstärke bewertet ist.

Auf eine Marktbewertungsmethode, mit der Nexway anhand von Multiples bewertet wird, haben wir in Ermangelung aussagekräftiger Vergleichsunternehmen verzichtet.

In Verbindung mit der von uns erwarteten steigenden Kapitalbasis und einer kosten- und refokussierungsbedingten Erholung der Margen spiegelt sich der Anstieg der Überrendite im aktuellen Kurs nicht wider. Aus nachstehender Abbildung 4 wird ersichtlich,

dass sich aus einem Wertschöpfungsmodell ein mittelfristiger Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 16,80 je Aktie errechnet.

ABBILDUNG 4: WERTSCHÖPFUNGSBASIERTE BEWERTUNG DER NEXWAY-AKTIE



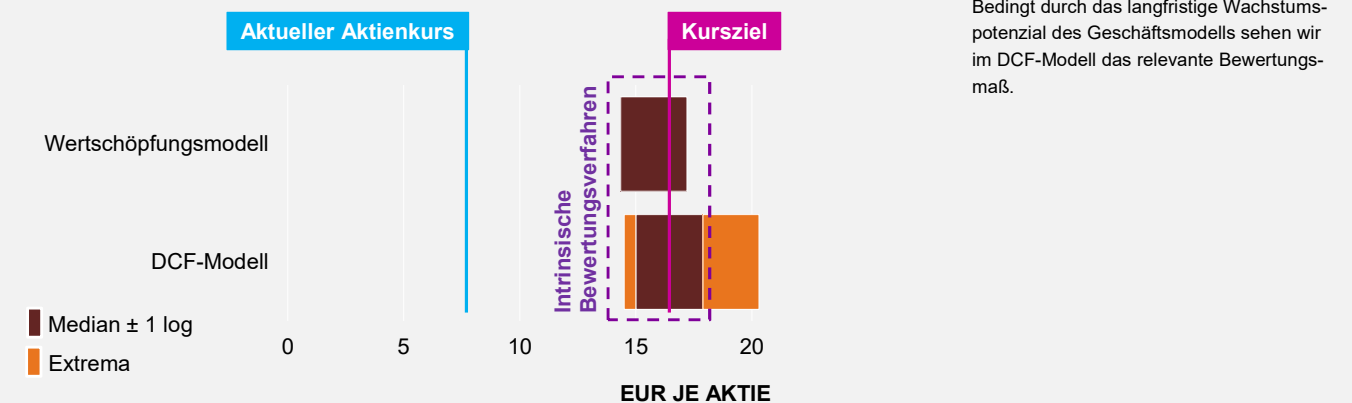
In den kommenden Jahren wird Nexway nach unserer Einschätzung seine nach den Vorgaben von Sterns/Steward ermittelte Wertschöpfung deutlich ausbauen. Damit dürfte die Wertschöpfungsmarge wieder auf Werte zurückkehren, die mit einem Aktienkurs in Höhe von 16,80 verbunden ist.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Zusammenfassung der Ergebnisse

In nachstehender Abbildung 5 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir in der Wertschöpfungsbewertung die Werte des Jahres 2024e und im DCF-Verfahren das Bear-, Base- und Bull-Case-Szenario dargestellt haben.

ABBILDUNG 5: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



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

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Bestätigung unseres Buy-Ratings für die Aktien der Nexway AG

Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 8,15 errechnet sich aus dem von uns ermittelten Wert des Eigenkapitals ein auf Sicht von 24 Monaten erwartetes Kurssteigerungspotential von 119,6%. Wir bestätigen dementsprechend unser Buy-Rating für die Aktien der Nexway AG.

### Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von Nexway sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik. Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 17,90 je Aktie wären die Aktien von Nexway mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 3: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER NEXWAY-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs				Bewertung zum Kursziel			
		2020e	2021e	2022e	2023e	2020e	2021e	2022e	2023e
KGV	x	n/a	n/a	20,7x	9,7x	n/a	n/a	45,4x	21,3x
EV/Umsatz	x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,4x	0,3x	0,2x	0,2x
EV/EBIT	x	n/a	n/a	19,9x	9,2x	n/a	n/a	44,0x	20,3x
KBV	x	37,0x	n/a	21,0x	6,6x	81,2x	n/a	46,0x	14,5x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Downside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

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

- ⊖ Aktuell noch **kein testierter Konzernabschluss** der auf den bisherigen Geschäftsbereich „Academics“ ausgerichteten Gesellschaft,
- ⊖ **verbesserungsfähige Profitabilität**, da Nexway in den vergangenen Jahren kaum positive Betriebsergebnisse erzielen konnte,
- ⊖ potenzieller **Stock Overhang**,
- ⊖ vergleichsweise geringe **Liquidität der Aktie**,
- ⊖ Abhängigkeiten vom Management („**Key-Man-Risk**“).

### Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes von Nexway in den kommenden Monaten sehen wir

- ⊕ Meldungen über eine besser als von uns erwartete **Ertragsentwicklung**,
- ⊕ **M&A-Aktivitäten** im Bildungsbereich,
- ⊕ Meldungen über die **Gewinnung von Neukunden**, in Frage kommen dabei nach unserer Einschätzung zukünftig auch schulische Einrichtungen.



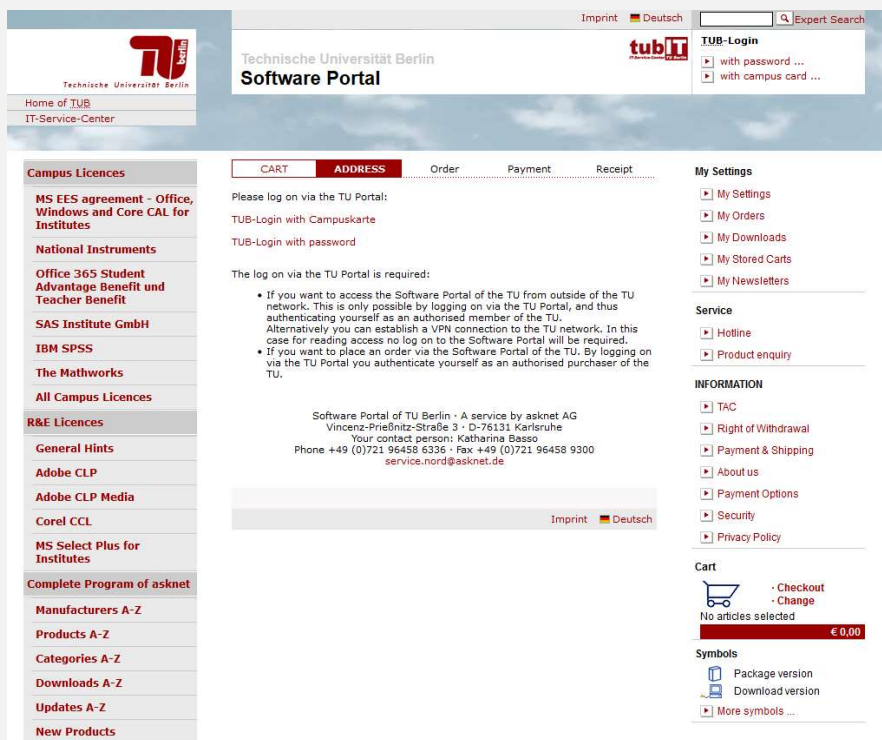
Nach dem mehrheitlichen Verkauf der E-Commerce-Service-Aktivitäten bildet die Entwicklung und der Betrieb von Software-Beschaffungsportalen für Universitäten, Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Universitätskliniken und Unternehmen in Form von zentralen Intranet-Portalen den Kerngeschäftsbereich der Nexway AG. Diese Beschaffungsportale versetzen berechtigte User in die Lage, Softwareprodukte zu erwerben, und zwar in der Regel zu deutlich günstigeren Konditionen als im Stand-Alone-Fall. In diesem Bereich ist Nexway ausschließlich im deutschsprachigen Raum tätig. Typische Nutzer der von Nexway angebotenen Produkte sind in der Regel professionelle Kunden, die Updates oder Neuerscheinungen herunterladen.

### Kerngeschäftsbereich Academics

Das Kerngeschäft von Nexway ist die Entwicklung und der Betrieb von kundenspezifischen Software-Beschaffungsportalen, die in Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Universitätskliniken und Unternehmen zum Einsatz kommen. Über eine zentrale Intranet-Seite können Beschäftigte, wissenschaftliche Mitarbeiter und Studenten der Lehrinrichtungen mit entsprechenden Nutzungsrechten Softwareprodukte beschaffen und auf ihre Computer herunterladen. Dabei werden die Beschaffungsportale mit dem Intranet der jeweiligen Einrichtungen nahtlos verknüpft. Im Rahmen der von Nexway vereinbarten Volumenlizenzen können User die angebotenen Softwareprodukte insbesondere im Wissenschaftsbereich zu deutlich vergünstigten Konditionen erwerben.

Studenten und Universitätsmitarbeitern wird durch die von Nexway angebotenen Beschaffungsportale der Download von Software(paketen) zu vergünstigten Konditionen angeboten.

ABBILDUNG 6: SCREENSHOT EINES UNIVERSITÄTSPORTALS



Mehr als 80% der deutschen Hochschulen und Universitäten nutzen die von Nexway angebotenen Beschaffungsportale.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Hierfür erhält Nexway eine prozentuale Beteiligung an den Brutto- oder Nettoerlösen, die mit dem Vertrieb der digitalen Produkte oder durch Softwareaktualisierungen über den Onlineshop erzielt werden. Nach unseren Schätzungen verteilen sich die Erlöse zu

85% auf den Wiederverkauf von Software von mehr als 130 Softwareherstellern und zu 15% auf den Aufbau und die Pflege des E-Procurement-Portals über ein Software-as-a-Service- (SaaS-) Modell sowie auf sonstige kundenspezifische Dienstleistungen, etwa aus Office 365-, Marketing- oder SEO-Dienstleistungen.

**Erhebliche Einsparpotenziale**

Deutschlands Hochschulen haben in den vergangenen Jahren sowohl auf Hochschul- als auch auf Landesebene größere Volumenlizenzen abgeschlossen, um dadurch Kosten einzusparen. Der Vorteil eines zentralen Beschaffungsportals besteht darin, dass die einzelnen Hochschulen über eine zentrale Informations-, Beschaffungs- und Verteilungsplattform verfügen, die es ihnen ermöglicht, Software effizient zu beziehen, zu verteilen und abzurechnen. Damit müssen nicht mehr für jeden einzelnen PC entsprechende Software-Lizenzen erworben werden; anstelle dessen entrichten die Universitäten Lizenzgebühren in Abhängigkeit von der Anzahl der Beschäftigten und Nutzer, die damit die lizenzierte Desktop-Software auf beliebigen Rechnern und Geräten der jeweiligen Hochschulen sowie zum Arbeiten auf ihren privaten Computern nutzen können. Überdies bieten die mit Nexway abgeschlossenen Rahmenverträge den Hochschulen einheitliche Konditionen an. Diese erleichtern das Lizenzmanagement und ermöglichen ein höheres Maß an Standardisierung. Die Einsparpotenziale bei Beschaffungszeit und -kosten sind damit nach unserer Einschätzung erheblich.

Grundsätzlich sind alle Hochschuleinrichtungen potenzielle Kunden von Nexway.

**Lieferanten und Kunden von Nexway im Bereich Academics**

Lieferanten der Software sind zum einen Softwareentwickler wie Microsoft oder Adobe, zum anderen die klassischen Distributoren wie Ingram oder TechData. Vier Softwarehersteller – Microsoft (49%), Adobe (21%), Ansys (11%) und IBM (6%) – sind Angabe gemäß für etwa 85% der Wiederverkaufserlöse (brutto) verantwortlich.

Zukünftig ist Nexway ausschließlich im deutschsprachigen Raum aktiv. Aktuell hat Nexway mit mehr als 80% der Universitäten klar die Marktführerschaft inne.

Die Kunden von Nexway sind Universitäten und Fachhochschulen wie die Freie Universität Berlin oder die RWTH Aachen, Universitätskliniken sowie wissenschaftliche Forschungseinrichtungen wie die Max-Planck-Gesellschaft oder das Forschungszentrum Karlsruhe. Im Gegensatz zum bisherigen Kerngeschäft, wird der Bereich Academics nur im deutschsprachigen Raum betrieben. Die Kundenstruktur ist nach Aussage der Gesellschaft stark diversifiziert.

TABELLE 4: WETTBERWERB IM BEREICH ACADEMICS				
	Nexway	Software 1	Cancom	Crayon
Komplexität des Beschaffungsportals				
Anzahl angebotener Softwarehersteller				
Möglichkeit kundenspezifischer Anpassungen				
Schnittstelle zu SAP				
Rollenbasierte Funktionalitäten				
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL				

### **Wettbewerb im Bereich Academics**

Derzeit sind mehr als 80% der deutschen Universitäten und Hochschulen Kunden von Nexway. Wettbewerb geht von drei Unternehmen aus: Software 1, Cancom und Crayon. Diese sind, wie vorstehende Tabelle 4 belegt, nach unserer Einschätzung jedoch in wesentlichen Punkten schlechter positioniert als Nexway.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>74,7</b>	<b>68,9</b>	<b>72,7</b>	<b>65,4</b>	<b>74,8</b>	<b>82,2</b>	<b>89,4</b>
YoY	%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,7	0,2	0,1	0,2	0,9	0,6	0,6
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>75,4</b>	<b>69,1</b>	<b>72,8</b>	<b>65,6</b>	<b>75,7</b>	<b>82,8</b>	<b>90,0</b>
YoY	%	15,5%	-8,3%	5,3%	-9,8%	15,4%	9,4%	8,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-65,8	-59,5	-62,4	-55,6	-64,9	-72,1	-79,1
in % der Gesamtleistung	%	-87,3%	-86,1%	-85,7%	-84,7%	-85,8%	-87,1%	-88,0%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>9,6</b>	<b>9,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>	<b>10,8</b>	<b>10,7</b>	<b>10,8</b>
YoY	%	6,3%	0,5%	7,8%	-3,4%	7,1%	-0,5%	1,3%
in % der Gesamtleistung	%	12,7%	13,9%	14,3%	15,3%	14,2%	12,9%	12,0%
<b>Rohrertrag (adjustiert)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>10,3</b>	<b>9,8</b>	<b>9,9</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>
YoY	%	12,3%	8,3%	-12,0%	5,0%	0,5%	-9,9%	43,4%
in % der Gesamtleistung	%	11,8%	13,7%	14,1%	15,0%	13,1%	12,3%	11,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-6,3	-5,7	-5,7	-5,9	-4,8	-5,0	-5,4
in % der Bruttoerlöse	%	-8,4%	-8,2%	-7,8%	-9,0%	-6,3%	-6,1%	-6,1%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-6,2	-5,0	-5,3	-4,9	-5,8	-5,4	-5,2
in % der Bruttoerlöse	%	-8,3%	-7,3%	-7,2%	-7,5%	-7,8%	-6,5%	-5,8%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	-32,7%	-11,6%	-5,2%	-7,7%	2,0%	3,7%	2,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
YoY	%	3,9%	-59,9%	-46,5%	34,7%	n/a	180,0%	-52,2%
YoY	EUR Mio.	0,4	0,1	-0,1	0,3	0,0	-0,2	0,8
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	-34,8%	-13,1%	-6,4%	-9,1%	0,9%	2,3%	1,1%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	-32,2%	-12,0%	-5,7%	-8,6%	1,0%	2,4%	1,1%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	1,0%	1,0%	6,0%	3,3%	-23,8%	-4,2%	-8,3%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	-32,5%	-12,1%	-6,0%	-8,9%	0,8%	2,3%	1,0%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-5,74</b>	<b>-2,28</b>	<b>-1,23</b>	<b>-1,74</b>	<b>0,16</b>	<b>0,46</b>	<b>0,21</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>73,3</b>	<b>68,7</b>	<b>66,2</b>	<b>85,8</b>	<b>84,3</b>	<b>78,4</b>	<b>87,5</b>
YoY	%	-18,0%	-6,3%	-3,7%	29,7%	-1,8%	-7,0%	11,5%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,7	0,6	0,9	0,9	0,2	0,2	0,2
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	1,6	0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>74,0</b>	<b>69,4</b>	<b>68,7</b>	<b>87,4</b>	<b>84,5</b>	<b>78,6</b>	<b>87,6</b>
YoY	%	-17,8%	-6,3%	-0,9%	27,2%	-3,3%	-7,0%	11,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-63,4	-60,2	-57,9	-76,4	-75,3	-70,3	-76,8
in % der Gesamtleistung	%	-85,6%	-86,7%	-84,2%	-87,4%	-89,1%	-89,4%	-87,6%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,6</b>	<b>9,2</b>	<b>10,9</b>	<b>11,0</b>	<b>9,2</b>	<b>8,3</b>	<b>10,9</b>
YoY	%	-1,9%	-13,4%	18,1%	1,4%	-16,4%	-9,7%	30,3%
in % der Gesamtleistung	%	14,4%	13,3%	15,8%	12,6%	10,9%	10,6%	12,4%
<b>Rohrertrag (adjustiert)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>	<b>8,1</b>	<b>10,7</b>
YoY	%	-38,6%	23,8%	-3,3%	14,0%	-4,4%	-9,9%	31,0%
in % der Gesamtleistung	%	13,5%	12,3%	12,1%	10,8%	10,7%	10,4%	12,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-5,2	-5,4	-4,9	-5,6	-4,4	-4,6	-4,5
in % der Bruttoerlöse	%	-7,1%	-7,8%	-7,5%	-6,5%	-5,2%	-5,8%	-5,1%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-5,2	-5,3	-4,9	-5,7	-6,7	-5,1	-5,7
in % der Bruttoerlöse	%	-7,1%	-7,8%	-7,5%	-6,7%	-7,9%	-6,5%	-6,5%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,7</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	2,3%	-17,6%	12,0%	-2,7%	-20,7%	-16,4%	6,8%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,4	-1,6	-0,8	-0,9	-0,9
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,2</b>
YoY	%	-16,5%	1843,0%	-135,6%	-415,8%	45,8%	-18,2%	-91,7%
YoY	EUR Mio.	-1,2	0,3	0,8	-6,1	3,2	1,5	0,6
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	1,0%	-19,3%	7,1%	-19,7%	-30,0%	-27,3%	-1,7%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,2</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	0,9%	-21,4%	7,0%	-19,8%	-29,9%	-27,1%	-1,6%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,0
in % des EBT	%	-11,2%	0,0%	-85,9%	-2,0%	-1,8%	-5,0%	-5,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,2</b>
in % des Rohertrags (adjustiert)	%	0,8%	-21,4%	1,0%	-19,4%	-29,3%	-25,8%	-1,5%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	1,3	1,3
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,16</b>	<b>-3,60</b>	<b>0,15</b>	<b>-3,26</b>	<b>-4,05</b>	<b>-1,60</b>	<b>-0,13</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Aktiva), 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3	0,3
Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	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	0,1	0,0	0,0
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,8</b>	<b>13,0</b>	<b>14,4</b>	<b>11,3</b>	<b>13,0</b>	<b>12,5</b>	<b>16,2</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	1,0	1,0
DIO	d	2	1	1	1	2	5	4
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	5,0	4,6	5,1	4,8	5,4	6,4	7,6
DSO	d	24	24	25	26	26	28	30
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	0,2	0,2
Liquide Mittel	EUR Mio.	8,2	8,0	8,8	6,1	6,6	4,9	7,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
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>14,4</b>	<b>13,4</b>	<b>14,9</b>	<b>11,7</b>	<b>13,5</b>	<b>13,1</b>	<b>17,7</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Aktiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	1,1	1,6	2,9	2,3	1,5	3,5	3,6
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	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	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,8</b>	<b>12,2</b>	<b>5,2</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
DIO	d	5	1	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	3,6	3,8	3,2	3,7	4,0	2,0	3,0
DSO	d	18	20	17	15	17	9	12
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	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.	0,6	0,4	0,3	0,3	1,2	0,8	0,8
Liquide Mittel	EUR Mio.	5,3	5,2	4,5	3,9	3,2	9,4	1,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>12,9</b>	<b>15,9</b>	<b>9,0</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>
Eigenkapitalquote	%	42,8%	37,2%	29,6%	30,3%	26,7%	29,1%	22,1%
Grundkapital	EUR Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,7	-1,6	-1,5	-1,3	-1,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	1,3	1,4	1,1	1,2	1,4	3,0	3,2
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>9,2</b>	<b>6,8</b>	<b>8,5</b>	<b>6,2</b>	<b>10,2</b>
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	6,4	6,3	8,4	6,2	7,5	5,2	7,3
DPO	d	26,6	25,3	34,1	22,6	14,9	18,8	32,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	0,6	0,9	0,6	1,0	1,1	2,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,5
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,4</b>	<b>13,4</b>	<b>14,9</b>	<b>11,7</b>	<b>13,5</b>	<b>13,1</b>	<b>17,7</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								



## Bilanz (Passiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>
Eigenkapitalquote	%	33,9%	14,3%	19,1%	11,9%	0,0%	1,8%	1,4%
Grundkapital	EUR Mio.	5,1	5,1	0,6	0,7	0,7	1,3	1,3
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,1	0,1	1,4	2,3	2,3	5,5	5,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	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.	-1,1	-3,6	0,2	-1,7	-4,5	-6,6	-6,7
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	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.	2,8	3,1	2,7	2,2	2,9	1,8	1,8
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,6</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>7,1</b>	<b>9,7</b>	<b>13,8</b>	<b>7,1</b>
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	3,6	4,6	4,7	5,2	7,2	3,5	4,5
DPO	d	18	24	26	22	31	16	19
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,0	1,6	1,1	1,9	2,1	2,3	2,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,6	0,6	0,6	0,4	0,3	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>12,9</b>	<b>15,9</b>	<b>9,0</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>2,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>7,7%</b>
Immaterielles Vermögen	%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	6,0%
Sachanlagevermögen	%	1,0%	1,4%	1,7%	1,8%	1,1%	2,5%	1,7%
Beteiligungen	%	0,5%	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%	1,1%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>96,1%</b>	<b>96,8%</b>	<b>96,9%</b>	<b>96,9%</b>	<b>96,3%</b>	<b>95,7%</b>	<b>91,4%</b>
Vorräte	%	2,2%	1,4%	1,5%	1,1%	2,7%	7,8%	5,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	34,6%	34,0%	34,1%	41,1%	40,1%	48,7%	42,7%
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	%	2,4%	2,1%	1,9%	2,7%	4,8%	1,8%	1,0%
Liquide Mittel	%	57,0%	59,3%	59,3%	52,0%	48,7%	37,5%	42,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,6%	1,4%	1,1%	1,2%	1,5%	1,7%	0,9%
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>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>11,4%</b>	<b>15,9%</b>	<b>27,7%</b>	<b>26,9%</b>	<b>17,9%</b>	<b>22,6%</b>	<b>40,8%</b>
Immaterielles Vermögen	%	8,7%	13,7%	26,0%	21,0%	12,0%	22,0%	39,4%
Sachanlagevermögen	%	2,8%	2,2%	1,8%	1,4%	0,8%	0,6%	1,4%
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,2%	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%	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>85,1%</b>	<b>82,1%</b>	<b>71,1%</b>	<b>71,9%</b>	<b>68,7%</b>	<b>76,4%</b>	<b>57,5%</b>
Vorräte	%	6,7%	0,8%	0,4%	0,4%	0,2%	0,4%	1,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	29,4%	33,1%	28,2%	33,3%	31,2%	12,6%	33,4%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,3%	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	%	5,1%	3,3%	2,7%	3,1%	9,0%	4,7%	8,3%
Liquide Mittel	%	43,9%	44,9%	39,8%	35,1%	25,0%	58,8%	14,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	3,5%	2,0%	1,2%	1,2%	1,2%	0,9%	1,7%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	12,2%	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								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>42,8%</b>	<b>37,2%</b>	<b>29,6%</b>	<b>30,3%</b>	<b>26,7%</b>	<b>29,1%</b>	<b>22,1%</b>
Grundkapital	%	35,1%	37,5%	33,9%	43,1%	37,3%	38,6%	28,5%
Kapitalrücklage	%	8,9%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Währungsanpassungen	%	0,4%	0,4%	0,5%	0,8%	0,5%	0,3%	0,3%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-1,6%	-1,0%	-4,8%	-13,6%	-11,2%	-9,8%	-6,6%
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	%	8,9%	10,5%	7,6%	10,1%	10,4%	22,8%	17,9%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>47,9%</b>	<b>51,9%</b>	<b>62,0%</b>	<b>58,5%</b>	<b>62,6%</b>	<b>47,8%</b>	<b>57,4%</b>
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	44,8%	47,1%	56,2%	53,3%	55,2%	39,4%	41,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	3,1%	4,8%	5,8%	5,2%	7,4%	8,4%	16,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,3%	0,4%	0,8%	1,1%	0,3%	0,3%	2,6%
<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								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>33,9%</b>	<b>14,3%</b>	<b>19,1%</b>	<b>11,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,4%</b>
Grundkapital	%	41,9%	44,4%	5,0%	5,9%	5,1%	8,2%	14,5%
Kapitalrücklage	%	0,4%	0,4%	12,2%	20,4%	17,6%	34,7%	61,4%
Währungsanpassungen	%	0,6%	0,8%	0,5%	0,7%	0,0%	0,2%	0,3%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-9,0%	-31,3%	1,4%	-15,1%	-34,8%	-41,2%	-74,8%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	12,2%	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	%	23,2%	27,1%	24,2%	20,0%	22,3%	11,3%	20,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>37,7%</b>	<b>53,8%</b>	<b>51,4%</b>	<b>64,3%</b>	<b>75,1%</b>	<b>86,7%</b>	<b>78,4%</b>
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	50,2%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	29,3%	40,0%	41,8%	47,1%	56,0%	22,0%	50,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	8,3%	13,8%	9,6%	17,2%	16,5%	14,6%	28,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	5,2%	4,8%	5,3%	3,7%	2,6%	0,1%	0,3%
<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, 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,1	0,2	0,1
Abschreibungen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
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	0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,7	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,5	0,4	-0,5	0,3	-0,6	-0,9	-1,2
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,4	0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,3	0,1	-0,3	0,1	0,2	1,6	0,2
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.	0,7	-0,1	2,0	-2,1	1,2	-2,3	2,1
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	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,2	0,2	0,2	-0,3	0,4	0,2	1,7
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>3,7</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,2</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,5</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	-3,0	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,2	0,2	0,2	-0,2	0,4	0,1	1,8
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	3,3	1,0	-0,2	0,2	-0,4	-0,1	-1,8
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-1,8	-0,2	0,8	-2,8	0,5	-1,6	2,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	9,9	8,2	8,0	8,8	6,1	6,6	4,9
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,1	-1,8	0,1	-1,8	-2,6	-2,1	-0,2
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,4	1,6	0,8	0,9	0,9
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.	0,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	4,0	-0,2	0,6	-0,5	-0,3	2,0	-1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,4	0,2	0,1	0,0	-1,2	0,8	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,3	0,3	-0,4	-0,5	0,6	-1,1	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.	-3,7	1,0	0,1	0,5	2,0	-3,7	1,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-2,0	-0,1	-0,4	0,8	0,3	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,7</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,7	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	-0,5	-1,3	0,6	0,8	-2,0	-0,1
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,3	-1,6	-0,8	-0,9	-0,9
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,0</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>-0,3</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,1	0,0	-4,5	0,1	0,0	0,7	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,1	0,0	1,3	0,9	0,0	3,3	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	-8,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-1,9	0,6	-0,5	0,8	0,6	-0,1	0,2
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1,9	-0,6	4,2	-0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>11,8</b>	<b>-7,8</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-2,2	-0,2	-0,7	-0,6	-0,7	6,2	-8,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	7,5	5,3	5,2	4,5	3,9	3,2	9,4
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>9,4</b>	<b>1,3</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick, 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	74,7	68,9	72,7	65,4	74,8	82,2	89,4
Rohertrag	EUR Mio.	9,6	9,6	10,4	10,0	10,8	10,7	10,8
Rohertrag (adjustiert)	EUR Mio.	8,9	9,5	10,3	9,8	9,9	10,1	10,2
EBITDA	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,5	-0,8	0,2	0,4	0,2
EBIT	EUR Mio.	-3,1	-1,2	-0,7	-0,9	0,1	0,2	0,1
EBT	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,6	-0,8	0,1	0,2	0,1
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,1	0,2	0,1
Anzahl Mitarbeiter		99	95	98	81	87	92	88
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	124,90	41,00	41,70	34,90	22,50	30,00	28,00
Kurs Tief	EUR	40,00	20,80	25,60	8,90	10,90	12,80	13,50
Kurs Durchschnitt	EUR	75,80	31,00	32,40	22,50	15,30	17,60	21,20
Kurs Schlusskurs	EUR	41,00	30,30	27,60	12,60	12,80	25,80	17,20
EPS	EUR	-5,74	-2,28	-1,23	-1,74	0,16	0,46	0,21
BVPS	EUR	12,20	9,92	8,74	7,03	7,15	7,53	7,77
CFPS	EUR	-3,34	-0,28	1,94	-5,36	1,44	-2,79	7,30
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Rohertrag adjustiert)</b>								
EBITDA-Marge	%	-32,7%	-11,6%	-5,2%	-7,7%	2,0%	3,7%	2,3%
EBIT-Marge	%	-34,8%	-13,1%	-6,4%	-9,1%	0,9%	2,3%	1,1%
EBT-Marge	%	-32,2%	-12,0%	-5,7%	-8,6%	1,0%	2,4%	1,1%
Netto-Marge	%	-32,5%	-12,1%	-6,0%	-8,9%	0,8%	2,3%	1,0%
FCF-Marge	%	-20,1%	-2,2%	7,8%	-28,1%	5,4%	-15,6%	24,7%
ROE	%	-47,0%	-23,0%	-14,1%	-24,7%	2,2%	6,1%	2,7%
NWC/Umsatz	%	-9,2%	-14,0%	-27,4%	-10,1%	-14,7%	23,4%	15,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	755	726	741	808	860	894	1.016
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-31,2	-13,0	-6,8	-11,0	1,0	2,6	1,3
Capex/Umsatz	%	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,4%	0,1%
Rohertragsprämie	%	184,2%	187,7%	212,6%	179,5%	194,3%	170,1%	214,9%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	14,4%	9,9%	8,7%
Rohertrag	%	6,3%	0,5%	7,8%	-3,4%	7,1%	-0,5%	1,3%
Service Revenues	%	2,6%	6,3%	8,8%	-4,3%	0,4%	2,7%	0,8%
EBITDA	%	4,8%	-62,4%	-51,1%	41,7%	n/a	87,7%	-36,4%
EBIT	%	3,9%	-59,9%	-46,5%	34,7%	n/a	180,0%	-52,2%
EBT	%	5,5%	-60,3%	-48,6%	45,0%	n/a	131,7%	-52,8%
Nettoergebnis	%	6,2%	-60,3%	-46,0%	41,2%	n/a	191,4%	-54,8%
EPS	%	6,2%	-60,3%	-46,0%	41,1%	n/a	191,4%	-54,8%
CFPS	%	-40,9%	-91,8%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								



## Auf einen Blick, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	73,3	68,7	66,2	85,8	84,3	78,4	87,5
Rohertrag	EUR Mio.	10,6	9,2	10,9	11,0	9,2	8,3	10,9
Rohertrag (adjustiert)	EUR Mio.	10,0	8,6	8,3	9,4	9,0	8,1	10,7
EBITDA	EUR Mio.	0,2	-1,5	1,0	-0,3	-1,9	-1,3	0,7
EBIT	EUR Mio.	0,1	-1,7	0,6	-1,9	-2,7	-2,2	-0,2
EBT	EUR Mio.	0,1	-1,8	0,6	-1,9	-2,7	-2,2	-0,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,1	-1,8	0,1	-1,8	-2,6	-2,1	-0,2
Anzahl Mitarbeiter		99	96	85	85	71	71	71
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	18,60	29,20	17,00	13,20	24,40	10,90	
Kurs Tief	EUR	13,70	11,10	7,41	9,70	9,25	5,85	
Kurs Durchschnitt	EUR	16,40	15,80	12,05	11,16	14,29	8,63	
Kurs Schlusskurs	EUR	16,50	12,50	10,49	10,90	9,80	8,15	8,15
EPS	EUR	0,16	-3,60	0,15	-3,26	-4,05	-1,60	-0,13
BVPS	EUR	8,10	3,23	3,83	2,35	0,00	0,22	0,09
CFPS	EUR	-4,28	0,71	1,08	-0,17	-0,84	-2,64	0,54
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							<b>17,90</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>119,6%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Rohertrag adjustiert)</b>								
EBITDA-Marge	%	2,3%	-17,6%	12,0%	-2,7%	-20,7%	-16,4%	6,8%
EBIT-Marge	%	1,0%	-19,3%	7,1%	-19,7%	-30,0%	-27,3%	-1,7%
EBT-Marge	%	0,9%	-21,4%	7,0%	-19,8%	-29,9%	-27,1%	-1,6%
Netto-Marge	%	0,8%	-21,4%	1,0%	-19,4%	-29,3%	-25,8%	-1,5%
FCF-Marge	%	-23,5%	-2,6%	-13,5%	-16,8%	-13,5%	-69,2%	-2,5%
ROE	%	2,0%	-111,5%	3,8%	-138,6%	n/a	-727,5%	-132,9%
NWC/Umsatz	%	22,3%	13,2%	19,7%	10,5%	-16,8%	26,6%	21,3%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	741	716	778	1.010	1.187	1.105	1.232
Pro-Kopf-EBIT	EURk	1,0	-17,2	6,9	-21,9	-38,2	-31,2	-2,6
Capex/Umsatz	%	0,2%	0,1%	0,5%	1,8%	0,9%	1,1%	1,1%
Rohertragsprämie	%	176,2%	153,9%	184,5%	142,0%	140,5%	169,2%	111,8%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	-18,0%	-6,3%	-3,7%	29,7%	-1,8%	-7,0%	11,5%
Rohertrag	%	-1,9%	-13,4%	18,1%	1,4%	-16,4%	-9,7%	30,3%
Service Revenues	%	-2,7%	-14,0%	-3,3%	14,0%	-4,4%	-9,9%	31,0%
EBITDA	%	-4,6%	n/a	n/a	n/a	621,2%	-28,4%	n/a
EBIT	%	-16,5%	n/a	n/a	n/a	45,8%	-18,2%	-91,7%
EBT	%	-19,3%	n/a	n/a	n/a	44,5%	-18,1%	-92,2%
Nettoergebnis	%	-21,8%	n/a	n/a	n/a	44,8%	-20,8%	-92,2%
EPS	%	-22,6%	n/a	n/a	n/a	24,1%	-60,4%	-92,2%
CFPS	%	n/a	n/a	53,1%	n/a	405,8%	214,5%	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2008-14

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	1,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	14,0	13,2	14,6	11,5	13,2	12,7	16,4
Eigenkapital	EUR Mio.	6,2	5,0	4,4	3,5	3,6	3,8	3,9
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,2	8,4	10,5	8,2	9,9	9,3	13,8
EK-Quote	%	42,8%	37,2%	29,6%	30,3%	26,7%	29,1%	22,1%
Gearing	%	-133,0%	-159,3%	-200,2%	-171,5%	-182,5%	-128,8%	-190,6%
Working Capital	EUR Mio.	-1,1	-1,6	-3,1	-1,3	-1,7	2,2	1,3
Capital Employed	EUR Mio.	-0,8	-1,3	-2,8	-1,0	-1,4	2,4	1,6
Asset Turnover	x	5,2	5,1	4,9	5,6	5,5	6,3	5,0
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	504	504	504	504	504	504	504
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	62,9	20,7	21,0	17,6	11,3	15,1	14,1
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	20,2	10,5	12,9	4,5	5,5	6,5	6,8
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	38,2	15,6	16,3	11,3	7,7	8,9	10,7
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	20,7	15,3	13,9	6,4	6,5	13,0	8,7
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-8,2	-8,0	-8,8	-6,1	-6,6	-4,9	-7,5
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.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	54,7	12,7	12,2	11,5	4,8	10,2	6,7
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	11,9	2,5	4,1	-1,6	-1,1	1,6	-0,7
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	29,9	7,7	7,5	5,3	1,1	4,0	3,2
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	12,4	7,3	5,1	0,3	-0,1	8,1	1,2
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	0,73	0,18	0,17	0,18	0,06	0,12	0,07
EV/Umsatz Tief	x	0,16	0,04	0,06	n/a	n/a	0,02	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,40	0,11	0,10	0,08	0,02	0,05	0,04
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,17	0,11	0,07	0,00	n/a	0,10	0,01
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	23,7	27,1	27,7
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	2,1	n/a	4,1	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,7	10,5	13,4
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	21,5	5,0
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	34,2	10,6
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	143,6	65,7	135,8
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	69,6	28,0	65,5
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	97,7	38,6	102,8
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	81,7	56,5	83,4
KBV Schlusskurs	x	3,4	3,1	3,2	1,8	1,8	3,4	2,2
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	16,7	n/a	10,6	n/a	2,9
FCF-Yield	%	-8,7%	-1,3%	5,8%	-43,6%	8,2%	-12,2%	29,2%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,4	1,8	3,1	3,0	2,3	3,6	3,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	10,8	9,7	8,1	8,1	9,0	12,3	5,3
Eigenkapital	EUR Mio.	4,1	1,6	2,1	1,3	0,0	0,3	0,1
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,0	9,8	9,1	9,7	12,9	15,6	8,9
EK-Quote	%	33,9%	14,3%	19,1%	11,9%	0,0%	1,8%	1,4%
Gearing	%	-25,8%	-31,3%	-10,4%	-14,7%	n/a	2612,2%	-53,9%
Working Capital	EUR Mio.	0,8	-0,7	-1,5	-1,5	-3,2	-1,4	-1,4
Capital Employed	EUR Mio.	2,2	1,1	1,6	1,0	-1,5	2,2	2,3
Asset Turnover	x	6,0	6,0	5,9	7,8	6,6	4,9	9,7
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	509	509	560	560	654	1.308	1.308
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	9,5	14,9	9,5	7,4	16,0	14,3	0,0
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	7,0	5,7	4,2	5,4	6,0	7,6	0,0
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	8,4	8,0	6,8	6,3	9,3	11,3	0,0
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	8,4	6,4	5,9	6,1	6,4	10,7	10,7
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-1,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	7,5	-0,1
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 Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	8,4	14,4	9,3	7,2	15,8	21,8	-0,1
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	5,9	5,1	3,9	5,2	5,9	15,2	-0,1
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	7,3	7,5	6,5	6,1	9,2	18,8	-0,1
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	7,3	5,9	5,7	5,9	6,3	18,2	10,6
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	0,11	0,21	0,14	0,08	0,19	0,28	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,08	0,07	0,06	0,06	0,07	0,19	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,10	0,11	0,10	0,07	0,11	0,24	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,10	0,09	0,09	0,07	0,07	0,23	0,12
EV/EBITDA Hoch	x	36,7	-9,5	9,4	-27,8	-8,4	-16,3	n/a
EV/EBITDA Tief	x	25,8	-3,4	3,9	-20,2	-3,2	-11,3	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	31,8	-5,0	6,6	-23,4	-4,9	-14,1	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	32,0	-3,9	5,7	-22,8	-3,3	-13,6	14,7
EV/EBIT Schlusskurs	x	77,4	-3,5	9,6	-3,2	-2,3	-8,2	-57,5
KGV Hoch	x	116,5	n/a	117,0	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	85,8	n/a	51,0	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	102,8	n/a	83,0	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	103,4	n/a	72,2	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV Schlusskurs	x	2,0	3,9	2,7	4,6	n/a	37,0	86,1
KCF Durchschnitt	x	n/a	22,3	11,1	n/a	n/a	n/a	0,0
FCF-Yield	%	-27,8%	-3,5%	-19,0%	-25,9%	-19,0%	-52,9%	-2,5%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	Terminal year
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	<b>78,4</b>	<b>87,5</b>	<b>96,8</b>	<b>107,2</b>	<b>118,7</b>	<b>127,0</b>	<b>132,1</b>	<b>134,8</b>	<b>136,0</b>	<b>136,6</b>	<b>136,8</b>	<b>137,0</b>	<b>137,1</b>	<b>137,3</b>	<b>137,4</b>	<b>137,6</b>
YoY	%	-7,0%	11,5%	10,7%	10,7%	10,7%	6,9%	4,0%	2,1%	0,9%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>-2,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>
EBIT-Marge	%	-2,8%	-0,2%	0,6%	1,1%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%
Steuern	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7
<b>Steuerquote (τ)</b>	%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	24,8%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	<b>-2,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>
Reinvestment	EUR Mio.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>-1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>
WACC	%	8,2%	7,8%	7,8%	7,8%	7,6%	7,3%	7,0%	6,7%	6,5%	6,2%	5,9%	5,6%	5,4%	5,1%	5,1%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	100,0%	86,0%	79,7%	74,1%	69,1%	64,6%	60,5%	56,8%	53,5%	50,5%	47,8%	45,4%	43,2%	41,1%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	5,0%															
Terminal Cost of capital	%	5,1%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	8,0															
in % des Enterprise Value	%	39,4%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	0,7															
in % des Enterprise Value	%	3,5%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	11,6															
in % des Enterprise Value	%	57,1%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>20,2</b>															
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0															
Excess Cash	EUR Mio.	3,1															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>23,4</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	1,3															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR</b>	<b>17,90</b>															

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 ihr 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 Email 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)
18.08.2020/11:00 Uhr	EUR 17,90/EUR 8,15	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
17.04.2020/11:10 Uhr	EUR 18,40/EUR 7,05	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
29.11.2019/10:55 Uhr	EUR 21,80/EUR 10,30	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
04.11.2019/08:00 Uhr	EUR 21,80/EUR 12,00	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
02.09.2019/07:45 Uhr	EUR 39,10/EUR 22,80	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](mailto: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 18.08.2020 um 08:45 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 8,15.