

ecotel communication

Reuters: E4DG.F

Bloomberg: E4C:GR

Nochmals deutliche Anhebung der Guidance – Buy

Die Neunmonatszahlen 2021 lagen auf allen wichtigen Ebenen – darunter EBITDA, EBIT und Eigenkapitalquote – über unseren Schätzungen und den Erwartungen des Vorstands. Zum zweiten Mal in Folge hebt ecotel daher die Ertragsprognosen 2021e deutlich an. Wir stufen die Entwicklungen als langfristig und nachhaltig ein und haben unsere Finanzprognosen nicht nur für dieses, sondern auch für die kommenden Jahre – wenn auch vorerst mit nachlassender Dynamik – nach oben angepasst. Damit ergibt sich aus unserem dreiphasigen DCF-Entity-Modell ein neues Kursziel von EUR 41,20 je Aktie (bisher EUR 36,90, Base-Case-Szenario). Nach der deutlichen Outperformance der Aktie seit Aufnahme unserer Research Coverage im vergangenen Juni (+52,4% vs. DAX 2,6%) und einem von uns auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kursanstieg (ohne Einbeziehung der in diesem Zeitraum vereinnahmten Dividenden) von 45,1%, bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der ecotel communication AG.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung nach Segmenten

Nach wie vor profitiert ecotel von der strategischen Entscheidung, den Anteil der niedrigmargigen, reinen Preselection-Kundenbeziehungen zurückzufahren und gleichzeitig den Anteil der hochmargigen Kunden mit eigenen Leitungen auszubauen. Auch der deutliche Ausbau des Datengeschäfts und Einkaufsvorteile, die sich Angabe gemäß aus Änderungen im Vorleistungsmix, neu abgeschlossenen Einkaufsverträgen sowie aus regulatorischen Entscheidungen ergeben, haben sich positiv und nachhaltig auf die Profitabilität auf allen Ertragsebenen ausgewirkt. So konnte die Rohertragsmarge in den ersten neun Monaten 2021 um 1.137 Basispunkte auf 51,1% von 39,8% gesteigert werden. Beim EBITDA ergab sich in den Kernsegmenten **Geschäftskunden** und **easybell** ein besonders markanter Anstieg um 195,4% bzw. 137,9% auf jeweils EUR 6,0 Mio. Die Ertragsentwicklung lag damit durchweg über unseren Erwartungen:

TABELLE 1: GRAD DER ERREICHUNG UNSERER PROGNOSEN 9M/2021

| | | Tats. | Erw. | Δ |
|-------------------------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz | EUR Mio. | 65,9 | 67,3 | -2,1% |
| EBITDA | EUR Mio. | 12,8 | 12,1 | 5,5% |
| in % der Umsätze | % | 19,4% | 18,0% | 140pp |
| Ergebnis vor Anteilen Dritter | EUR Mio. | 5,0 | 3,0 | 64,5% |
| EPS | EUR | 0,91 | 0,55 | 67,3% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

| | |
|---|------------------------|
| Rating: Buy | Risiko: Niedrig |
| Kurs: EUR 28,40 | |
| Kursziel: EUR 41,20 (bisher EUR 36,90) | |

WKN / ISIN: 585434 / DE0005854343

Indizes: -

Transparenzlevel: Deutsche Börse Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 3,510 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 99,7 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.500 Aktien

Jahresabschluss 2021: Vorauss. März 2022

| GuV (EUR Mio.) | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 98,3 | 93,6 | 98,1 | 105,5 |
| EBITDA | 11,6 | 18,0 | 20,0 | 22,6 |
| EBIT | 4,0 | 10,6 | 12,9 | 15,5 |
| EBT | 3,8 | 10,5 | 12,8 | 15,4 |
| EAT | 2,6 | 7,3 | 8,8 | 10,6 |

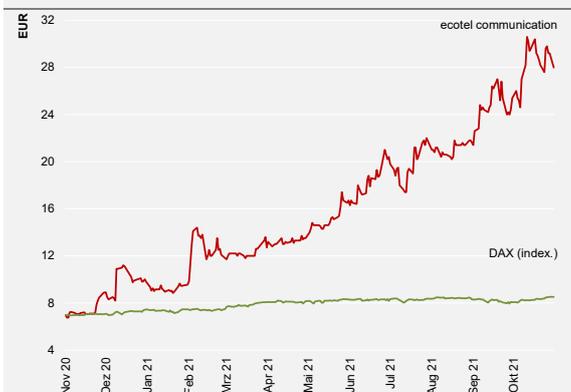
| % der Umsätze | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA | 11,8% | 19,2% | 20,4% | 21,4% |
| EBIT | 4,1% | 11,3% | 13,1% | 14,7% |
| EBT | 3,8% | 11,2% | 13,0% | 14,6% |
| EAT | 2,7% | 7,8% | 9,0% | 10,1% |

| Je Aktie (EUR) | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| EPS | 0,28 | 1,48 | 1,80 | 2,21 |
| Dividende | 0,14 | 0,70 | 0,90 | 1,10 |
| Buchwert | 5,65 | 7,02 | 8,12 | 9,44 |
| Cashflow | 2,92 | 3,93 | 4,73 | 5,24 |

| Bilanz (%) | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| EK-Quote | 43,4% | 50,4% | 56,6% | 60,2% |
| Gearing | 0% | 0% | 0% | 0% |

| Multiples (x) | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| KGV | 31,8 | 19,1 | 15,7 | 12,8 |
| EV/Umsatz | 0,30 | 1,06 | 0,94 | 0,79 |
| EV/EBIT | 7,8 | 9,5 | 7,2 | 5,4 |
| KBV | 1,6 | 4,0 | 3,5 | 3,0 |

| Guidance (EUR Mio.) | 2021e | 2022e | 2023e |
|---------------------|-----------|-------|-------|
| Umsatz | n/a | n/a | n/a |
| EBITDA | 17,5-18,5 | n/a | n/a |



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Die Margenentwicklung basiert nicht auf Einmaleffekten, sondern ist nachhaltig

Der zu beobachtende positive Margentrend wird nach unserer Einschätzung weiter anhalten, wenn auch mit verringerter Dynamik. Zum einen, weil ecotel das reine Preselction ohne eigene Leitung mit tendenziell niedrigmargigen Kundenbeziehungen und kurzen Vertragslaufzeiten bewusst zurückgefahren hat, so dass der Anteil der hochmargigen Kunden mit eigenen Leitungen signifikant angestiegen ist. Zum anderen, weil sich die Wettbewerbsintensität in den vergangenen Jahren deutlich entspannt hat, nachdem viele Telekommunikationsanbieter im Zuge der ISDN-Abschaltung durch die Deutsche Telekom ihr Leistungsangebot im Sprach- und Datenbereich zurückgefahren haben. Und schließlich, weil ecotel im B2B-Bereich von längeren durchschnittlichen Mindestvertragslaufzeiten profitiert, was zugleich die Planbarkeit der Geschäftsentwicklung erhöht.

Neuerliche Anhebung der Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2021e

Angesichts der über den Erwartungen liegenden Entwicklungen hat der Vorstand zum zweiten Mal in Folge die Ertrags-Guidance für das Gesamtjahr 2021e angehoben. Auf Konzernebene wird das EBITDA demnach die zuletzt ausgegebene Vorgabe einer Bandbreite zwischen EUR 15,0 bis 16,0 Mio. nochmals deutlich überschreiten und voraussichtlich zwischen EUR 17,5 und 18,5 Mio. liegen. Gegenüber dem Vorjahr, als ein Konzern-EBITDA in Höhe von EUR 11,6 Mio. erwirtschaftet worden war, entspricht dies einem erwarteten EBITDA-Anstieg zwischen 50,9% und 59,5%.

Als Hintergründe nannte das Unternehmen zum einen, dass sich die Risiken, die sich aus der COVID-19 Pandemie und der Hochwasserkatastrophe hätten ergeben können, nicht eingestellt haben. Zudem konnte die Rohertragsmarge im Segment Geschäftskunden deutlich stärker ausgebaut werden als erwartet. Im Segment easybell konnte die überplanmäßige Entwicklung auch im dritten Quartal 2021 nachhaltig fortgesetzt werden.

In nachstehender Tabelle 2 haben wir die Eckdaten der aktualisierten Management-Guidance zusammengefasst:

TABELLE 2: ZUSAMMENFASSUNG DER MANAGEMENT-GUIDANCE 2021E

| | | 2021e (ursprünglich) | | 2021e (revidiert) | | 2021e (aktuell) | | |
|---------------------------------|-----------------|-------------------------|-------------|----------------------|-------------|--------------------|-------------|-------------|
| | | 2020 | Untergrenze | Obergrenze | Untergrenze | Obergrenze | Untergrenze | Obergrenze |
| Umsatz Geschäftskunden | EUR Mio. | 46,3 | 47,0 | 50,0 | 47,0 | 50,0 | 47,0 | 50,0 |
| Umsatz easybell | EUR Mio. | 21,5 | 24,0 | 26,0 | 24,0 | 26,0 | 24,0 | 26,0 |
| Umsatz nacamar | EUR Mio. | 2,3 | 2,0 | 2,5 | 2,0 | 2,5 | 2,0 | 2,5 |
| Rohertragsmarge Geschäftskunden | % | 52,3% | ↗ | | ↗ | | ↗ | |
| EBITDA | EUR Mio. | 11,6 | 12,0 | 14,0 | 15,0 | 16,0 | 17,5 | 18,5 |
| YoY | % | 32,7% | 3,4% | 20,7 | 29,7% | 38,4% | 50,9% | 59,5% |
| EBITDA Geschäftskunden | EUR Mio. | 4,8 | 6,5 | 7,5 | 6,5 | 7,5 | 7,5 | 8,5 |
| EBITDA easybell | EUR Mio. | 5,9 | 6,5 | 7,5 | 6,5 | 7,5 | 7,5 | 8,5 |
| EBITDA nacamar | EUR Mio. | 0,6 | 0,5 | 1,0 | 0,5 | 1,0 | 1,0 | |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Aufgrund der dynamischen Ertragsentwicklung, die durch die anhaltende Verlagerung des Geschäftsschwerpunktes auf die margenstarken Segmente Geschäftskunden und easybell ausgelöst wird, sehen wir in einem langfristig angelegten standardisierten dreiphasigen Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) das geeignetste Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes von ecotel communication. Nach Ablauf der Detailplanungsphase (2025e), während der wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) der Umsätze von 5,0% unterstellt haben, geht unser DCF-Modell in die zweite Phase, die sogenannte Grobplanungsphase, über, die mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2035e endet; während der Grobplanungsphase haben wir eine Umsatz-CAGR von 1,8% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,3%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen mit 30-jähriger Restlaufzeit entspricht. Aus diesem Verfahren ergibt sich im Base-Case-Szenario ein Wert des Eigenkapitals von EUR 144,6 Mio. bzw. EUR 41,20 je Aktie. In einer Monte-Carlo-Analyse haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt und ermitteln Werte des Eigenkapitals in einer Bandbreite zwischen EUR 34,70 (10%-Quantil) und EUR 59,20 (90%-Quantil) je Aktie.

Zur Überprüfung der Ergebnisse des DCF-Modells haben wir ein Economic-Profit-Wertschöpfungsmodell erstellt, bei dem wir davon ausgehen, dass eine faire Bewertung des Unternehmens frühestens dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den damit verbundenen Kapitalkosten entspricht. Unter Zugrundelegung dieses Bewertungsverfahrens ergibt sich für ecotel auf Basis unserer Kapital- und Ertragsschätzungen ein Wert des Eigenkapitals von bis zu EUR 46,40 (bezogen auf die Wertschöpfungsmarge des Jahres 2026e) je Aktie – mit im Zeitablauf steigender Tendenz, was nach unserer Einschätzung die Sinnhaftigkeit eines langfristigen Engagements in der ecotel-Aktie belegt.

Angesichts einer von uns erwarteten Kursperformance (ohne Einbeziehung der in Zukunft erwarteten Dividenden) von 45,1% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der ecotel communication AG.

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

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

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

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

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

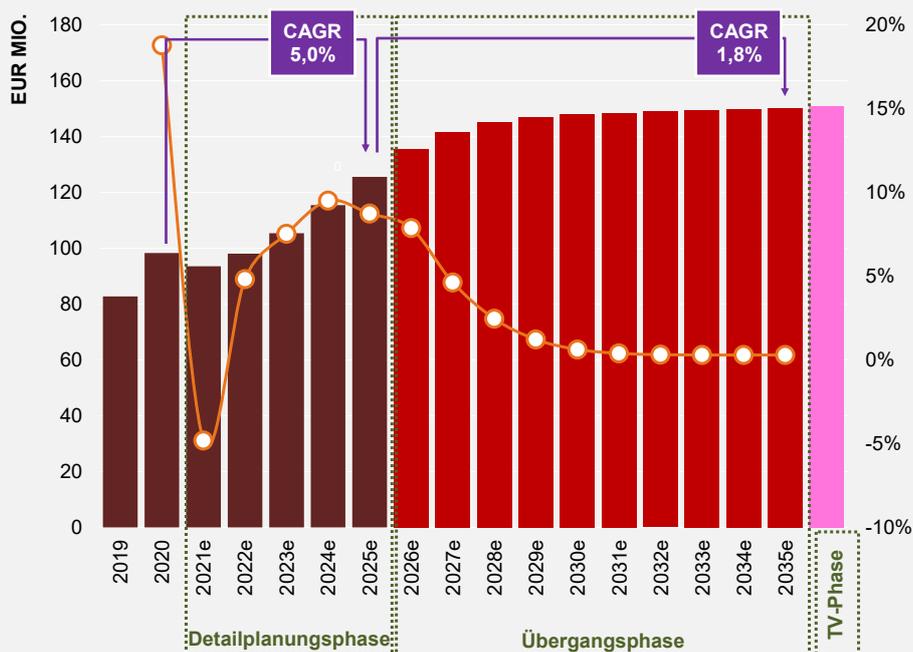
Dreistufiges DCF-Entity-Modell:
Annahmen für die Umsatzentwicklung

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

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

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

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2019-2035E



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

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- bzw. Grobplanungsphase belaufen sich auf 5,0% bzw. 1,8%. Im Terminal Value, in dem sich modellimmanent riskante Investitionen nicht mehr „lohnen“, werden die betrieblichen Cashflows zu risikolosen Konditionen (aktuell 0,3%) angelegt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Weitere Annahmen während der Grobplanungsphase

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

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

- ☉ dass die **EBIT-Margen** während der Grobplanungsphase gegenüber dem im Jahr 2026e erwarteten Wert von 13,9% (Basis: EBIT ohne Einbeziehung von Minderheitsanteilen) leicht zurückgehen; dabei haben wir keinen weiteren Eigenmittelzufluss von außen zugrunde gelegt, sondern ausschließlich Innenfinanzierung aus den erwirtschafteten Cashflows unterstellt;
- ☉ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 12,4% liegen;
- ☉ dass die **Minderheitsanteile** von easybell eine im Zeitablauf vergleichbare Entwicklung haben werden wie die vollkonsolidierten Geschäftsbereiche;
- ☉ eine im Zeitablauf mit den aktuell beobachtbaren Werten vergleichbare **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch die geringe Kapitalintensität des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt;

- ☉ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von unverändert 1,10, das wir aus folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten (dabei weichen wir bewusst von den beobachteten beta-Werten ab, die bei ecotel typischerweise deutlich niedriger – laut Deutsche Börse bei unter 0,545 – liegen);

TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA

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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 2,8% pro Jahr, die wir für das Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 10,0% und angesichts eines von uns abgeleiteten synthetischen Ratings von BBB (basierend auf einer EBIT-Interest Coverage Ratio 2020 von 8,4x) für realistisch ansehen;
- ☉ dass der **Grenzsteuersatz** des Unternehmens während der Grobplanungsphase in einer Bandbreite zwischen 30,0% und 31,0% liegen wird, ein realistischer Durchschnittswert für das nahezu ausschließlich in Deutschland tätige Unternehmen;
- ☉ dass negative Freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden; diese auf dem **Axiom der Risikoaversion der Anleger** basierende Überlegung kommt bei dem nach unseren Schätzungen nur im ersten Jahr der Detailplanungsphase auf Free Cashflow-Ebene nicht profitablen Unternehmen zur Anwendung;
- ☉ dass die von ecotel im Zeitraum 2021e-2025e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 8,7% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,10 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,3%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 7,5% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (2,0%) zusammensetzt. Als Dienstleistungsunternehmen mit Sitz in Deutschland dürfte sich ecotel aktuell zu vergleichsweise günstigen Fremdkapitalzinsen refinanzieren können, so dass wir bei einem von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Rating von BBB eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 400 Basispunkten als angemessen ansehen. Schließlich gehen wir davon aus, dass ecotel eine für Dienstleistungsunternehmen industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals von 75%/25% anstrebt;

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

TABELLE 4: WACC, 2021E-2025E

| | | | |
|--|---|-------------|--|
| Kosten des Eigenkapitals | % | 8,6% | Berechnung nach Capital Asset Pricing Model (CAPM) |
| Quasi-risikoloser Zinssatz | % | 0,3% | Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit |
| Beta | | 1,10 | Fundamentalanalytisch ermitteltes beta |
| Implizite Risikoprämie | % | 7,5% | Aus Dividend-Discount-Modell unter Verwendung von Consensus-Schätzungen zu DAX-Gewinnen und DAX-Dividenden |
| Small Cap-Prämie | % | 2,0% | |
| Managementprämie | % | 2,0% | Key-Man-Risk |
| Liquiditätsprämie | % | 0,0% | Kein Zuschlag bei Handelsvolumen von 2.500 Stück pro Tag |
| Transparenzprämie | % | 0,0% | Kein Zuschlag bei Prime Standard-Werten |
| Private Company-Prämie | % | 0,0% | |
| Early-Stage-Prämie | % | 0,0% | |
| Pandemie-Prämie | % | 0,0% | |
| Zielkapitalstruktur des Eigenkapitals | % | 75,0% | |
| Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals | % | 7,9% | |
| Kosten der Verschuldung nach Steuern | | 3,0% | |
| Quasi-risikoloser Zinssatz | % | 0,3% | Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit |
| Risikoaufschlag Fremdkapital | % | 4,0% | Entsprechend dem CDS von BBB gerateten Small Caps-Unternehmen |
| Default-Spread des Heimatmarktes | % | 0,0% | In Deutschland vernachlässigbar |
| Kosten des Fremdkapitals vor Steuern | % | 4,3% | |
| Steuerquote | % | 30,0% | Einbeziehung des FK-verursachten Tax-Shields |
| Zielkapitalstruktur des Fremdkapitals | % | 25,0% | |
| Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals | % | 0,8% | |
| WACC basierend auf Marktwerten | % | 8,7% | Für die Detailplanungsphase 2021e-2025e |

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

☉ dass ecotel in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang des beta-Faktors auf das Niveau des Marktportefeuilles (also 1,0) und damit der WACC von 8,7% (2021e-2025e) auf dann 5,3% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

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

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 144,6 Mio. bzw. EUR 41,20 je Aktie

Wert des Eigenkapitals von EUR 144,6 Mio. bzw. EUR 41,20 je Aktie

Der Enterprise Value von ecotel liegt in unserem Modell bei EUR 142,5 Mio. Aus diesem werden 37,1% über den Terminal Value abgeleitet, 20,2% bzw. 42,7% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Zuzüglich der Nettofinanzposition (per Ende des Geschäftsjahres 2020) von rund EUR 2,1 Mio. (bezogen auf das Excess Cash) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 144,6 Mio. bzw. EUR 41,20 je Aktie.

TABELLE 5: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

| | | | | Kommentar | Δ |
|---|-----------------|--------------|--|---|----------|
| Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value | % | 2,8% | | Synthetisches BBB Rating mit 10% PD, 10% RR und Default Spread 400 bps | ⇨ |
| Terminal Cost of Capital | % | 5,3% | | 500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe | ⇨ |
| Barwert Terminal Value | EUR Mio. | 52,9 | Ab 2035e mit durchschnittlicher jährlicher Wachstumsrate (CAGR) 0,1% | | ↗ |
| in % des Enterprise Value | % | 37,1% | | | ⇨ |
| Barwerte Cashflow Detailplanung | EUR Mio. | 28,8 | | Für den Zeitraum 2021e-2025e mit Umsatz-CAGR von 6,0% | ↗ |
| in % des Enterprise Value | % | 20,2% | | | ⇨ |
| Barwerte Cashflow Grobplanung | EUR Mio. | 60,8 | | Für den Zeitraum 2026e-2035e mit Umsatz-CAGR von 1,8% | ↗ |
| in % des Enterprise Value | % | 42,7% | | | ⇨ |
| Enterprise Value | EUR Mio. | 142,5 | | | ↗ |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | EUR Mio. | -5,5 | | Daten zum 31.12.2020 (Ende des Geschäftsjahres 2020) | ⇨ |
| Liquidität | EUR Mio. | 7,6 | | Daten zum 31.12.2020 (Ende des Geschäftsjahres 2020) | ⇨ |
| Wert des Eigenkapitals | EUR Mio. | 144,6 | | Auf Sicht von 24 Monaten | ↗ |
| Anzahl ausstehender Aktien (basic) | Mio. | 3,5 | | | |
| Wert des Eigenkapitals je Aktie | EUR | 41,20 | | Auf Sicht von 24 Monaten | ↗ |
| Aktueller Kurs | EUR | 28,40 | | Xetra-Schlusskurs vom 09.11.2021 | |
| Erwartetes Kurspotenzial | EUR | 45,1% | | Kursziel auf Sicht von 24 Monaten | |

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

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

TABELLE 6: SENSITIVITÄTSPARAMETER DER MONTE-CARLO-SIMULATION

| | | Ist | σ |
|---|---|------------|----------------------------|
| Umsatzwachstumsrate in der Grobplanungsphase | % | 1,8% | 5,0% |
| Umsatzwachstumsrate im Terminal Value | % | 0,3% | 1,0% |
| EBIT-Marge Grobplanungsphase | % | 15,4% | 5,0% |
| EBIT-Marge im Terminal Value | % | 15,0% | 5,0% |
| Steuerquote Grobplanungsphase/Terminal Value | % | 30,0% | 2,0% |
| Normalisierte Sales to Capital Ratio | % | -100,00 | 10,0% |
| Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value | % | 2,8% | 0,7% |

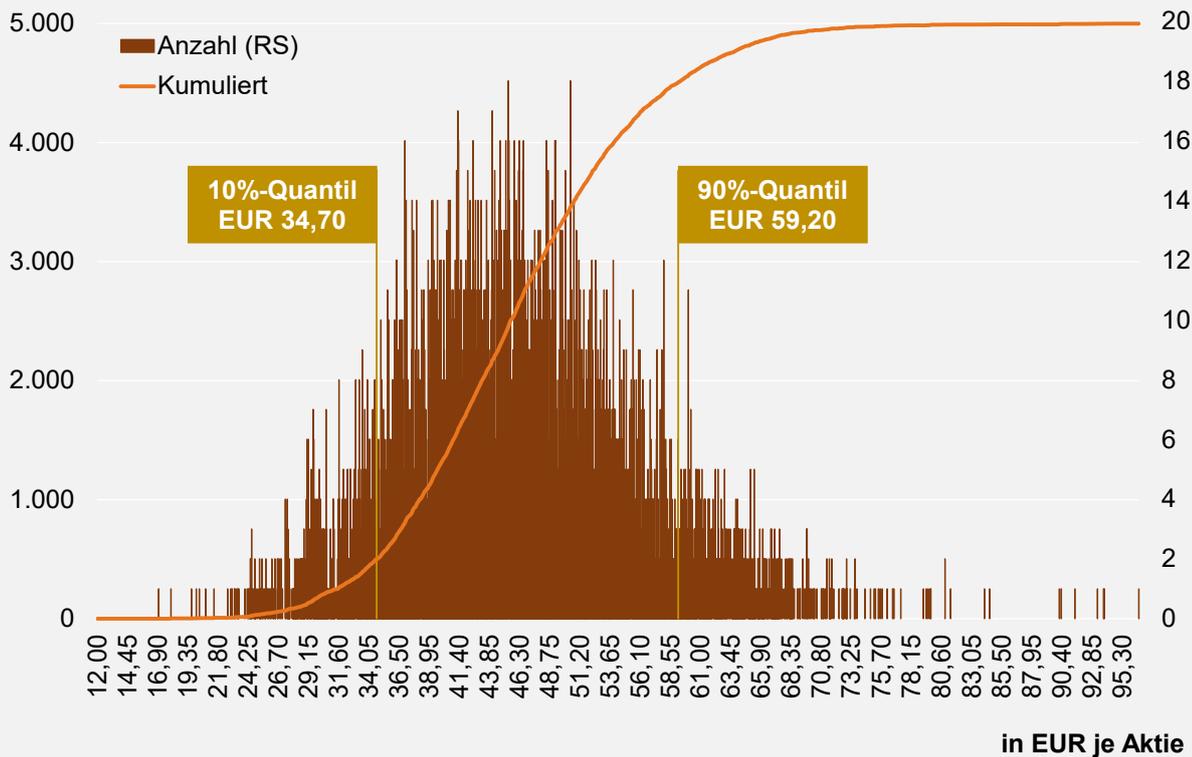
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Die Ergebnisse unserer Monte-Carlo-Simulation haben wir in nachfolgender Abbildung 2 zusammengestellt. Dabei wird ein leicht linkssteiles-rechtsschiefes Diagramm ersichtlich. Überdies zeigt sich, dass die 10%- bzw. 90%-Quantile Werte des Eigenkapitals bei EUR 121,8 Mio. (EUR 34,70 je Aktie) bzw. bei EUR 207,8 Mio. (EUR 59,20 je Aktie) liegen.

Monte-Carlo-Simulation mit 10%- bzw. 90%-Quantil-Kurszielen zwischen EUR 121,8 und 207,8 Mio. bzw. EUR 34,70 und EUR 59,20 je Aktie.

ABBILDUNG 2: MONTE-CARLO-SIMULATION (5.000 SIMULATIONEN)



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario des DCF-Bewertungsmodells) von EUR 41,20 je Aktie wäre ecotel mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 7: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ECOTEL-AKTIE

| | | Bewertung zum aktuellen Kurs | | | | | Bewertung zum Kursziel | | | | |
|-------------------|---|------------------------------|-------|-------|-------|-------|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
| KGV | x | 19,1x | 15,7x | 12,8x | 11,0x | 9,6x | 27,8x | 22,8x | 18,6x | 15,9x | 13,9x |
| EV/Umsatz | x | 1,1x | 0,9x | 0,8x | 0,7x | 0,5x | 1,5x | 1,4x | 1,2x | 1,1x | 0,9x |
| EV/EBIT | x | 9,5x | 7,2x | 5,4x | 4,3x | 3,4x | 13,8x | 10,8x | 8,3x | 6,8x | 5,6x |
| KBV | x | 4,0x | 3,5x | 3,0x | 2,6x | 2,3x | 5,9x | 5,1x | 4,4x | 3,8x | 3,3x |
| Dividendenrendite | % | 2,5% | 3,2% | 3,9% | 4,6% | 5,3% | 1,7% | 2,2% | 2,7% | 3,2% | 3,6% |

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Upside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

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

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

Katalysatoren für die Wertentwicklung

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

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

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

Geschäftsmodell im Überblick

Firmensitz der Gesellschaft ist Düsseldorf

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

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

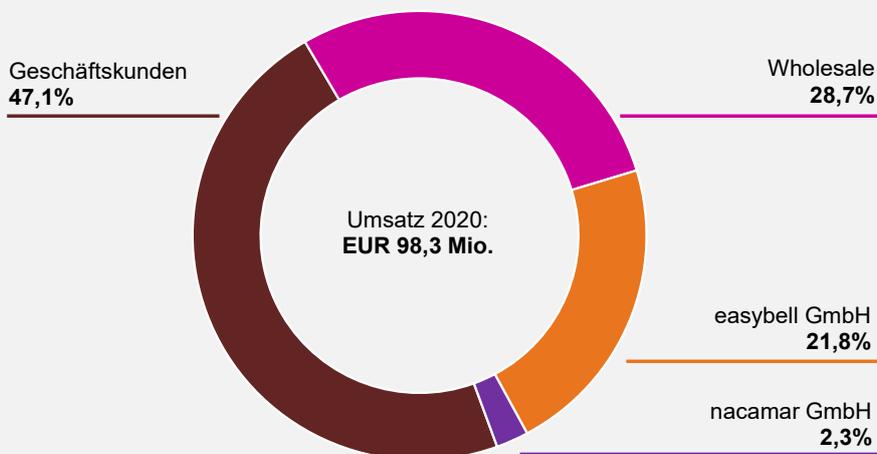
- ☉ Im Kernbereich **Geschäftskunden** (Umsatzanteil 2020: 47,1%) bietet ecotel bundesweit rund 15.000 kleinen und mittelständischen Unternehmen sowie einzelnen Großkunden ein breites Portefeuille aus Sprach- und Datenlösungen an.
- ☉ Im Geschäftsbereich **Wholesale** (Umsatzanteil 2020: 28,7%) vermarktet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

Zwei weitere Geschäftsbereiche werden als operativ selbständige Tochtergesellschaften geführt:

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

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

ABBILDUNG 3: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2020



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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Erlöse | EUR Mio. | 82,8 | 98,3 | 93,6 | 98,1 | 105,5 | 115,5 | 125,6 |
| YoY | % | -16,3% | 18,8% | -4,8% | 4,8% | 7,5% | 9,5% | 8,7% |
| Bestandsveränderungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierete Eigenleistungen | EUR Mio. | 0,4 | 0,3 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,8 |
| Sonstige betrieblichen Erträge | EUR Mio. | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Gesamtleistung | EUR Mio. | 83,9 | 99,1 | 94,8 | 99,3 | 106,7 | 116,8 | 127,0 |
| YoY | % | -15,9% | 18,2% | -4,4% | 4,8% | 7,5% | 9,4% | 8,7% |
| Materialaufwand | EUR Mio. | -49,2 | -60,6 | -48,5 | -49,1 | -51,3 | -56,3 | -61,5 |
| in % der Gesamtleistung | % | -58,6% | -61,1% | -51,2% | -49,5% | -48,1% | -48,2% | -48,4% |
| Rohertrag | EUR Mio. | 34,7 | 38,5 | 46,2 | 50,2 | 55,4 | 60,5 | 65,5 |
| YoY | % | 5,9% | 11,0% | 20,0% | 8,6% | 10,4% | 9,1% | 8,3% |
| in % der Gesamtleistung | % | 41,4% | 38,9% | 48,8% | 50,5% | 51,9% | 51,8% | 51,6% |
| Personalaufwand | EUR Mio. | -15,6 | -16,3 | -17,6 | -18,7 | -19,8 | -20,9 | -22,1 |
| in % der Gesamtleistung | % | 51,0 | 51,7 | 53,9 | 55,8 | 57,5 | 59,2 | 61,0 |
| Sonstiger betrieblicher Aufwand | EUR Mio. | -10,4 | -10,7 | -10,7 | -11,5 | -13,1 | -14,4 | -15,6 |
| in % der Gesamtleistung | % | -12,4% | -10,8% | -11,2% | -11,5% | -12,2% | -12,3% | -12,3% |
| EBITDA | EUR Mio. | 8,7 | 11,6 | 18,0 | 20,0 | 22,6 | 25,2 | 27,7 |
| YoY | % | 17,0% | 32,7% | 55,7% | 11,4% | 12,6% | 11,6% | 10,2% |
| in % der Gesamtleistung | % | 10,4% | 11,7% | 19,0% | 20,2% | 21,1% | 21,6% | 21,8% |
| Abschreibungen | EUR Mio. | -7,2 | -7,5 | -7,4 | -7,2 | -7,1 | -7,2 | -7,4 |
| Amortisation | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | EUR Mio. | 1,5 | 4,0 | 10,6 | 12,9 | 15,5 | 18,0 | 20,4 |
| YoY | % | -31,1% | 171,0% | 163,3% | 21,8% | 20,3% | 15,8% | 13,5% |
| YoY | EUR Mio. | -0,7 | 2,5 | 6,6 | 2,3 | 2,6 | 2,5 | 2,4 |
| in % der Gesamtleistung | % | 1,8% | 4,1% | 11,2% | 13,0% | 14,5% | 15,4% | 16,1% |
| Ergebnis aus Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettofinanzergebnis | EUR Mio. | -0,3 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| A. o. Ergebnis | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | EUR Mio. | 1,2 | 3,8 | 10,5 | 12,8 | 15,4 | 17,8 | 20,2 |
| in % der Gesamtleistung | % | 1,5% | 3,8% | 11,1% | 12,9% | 14,4% | 15,3% | 16,0% |
| Steuern | EUR Mio. | -0,3 | -1,1 | -3,2 | -4,0 | -4,8 | -5,5 | -6,3 |
| in % des EBT | % | -27,5% | -30,2% | -30,5% | -31,0% | -31,0% | -31,0% | -31,0% |
| Sonstige Steuern | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettoergebnis | EUR Mio. | 0,9 | 2,6 | 7,3 | 8,8 | 10,6 | 12,3 | 14,0 |
| in % der Gesamtleistung | % | 1,1% | 2,7% | 7,7% | 8,9% | 10,0% | 10,5% | 11,0% |
| Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ergebnisanteile Dritter | EUR Mio. | -1,1 | -1,6 | -2,1 | -2,5 | -2,9 | -3,2 | -3,6 |
| Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter | EUR Mio. | -0,2 | 1,0 | 5,2 | 6,3 | 7,8 | 9,1 | 10,4 |
| Anzahl der Aktien (basic) | Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| davon Stammaktien | Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| davon Vorzugsaktien | Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anzahl der Aktien (verwässert) | Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| EPS (basic) | EUR | -0,05 | 0,28 | 1,48 | 1,80 | 2,21 | 2,59 | 2,96 |
| EPS (verwässert) | EUR | -0,05 | 0,28 | 1,48 | 1,80 | 2,21 | 2,59 | 2,96 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz und Rohertrag nach Segmenten, 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Umsatz und Rohertrag nach Segmenten, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | EUR Mio. | 82,8 | 98,3 | 93,6 | 98,1 | 105,5 | 115,5 | 125,6 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | 46,9 | 46,3 | 48,9 | 52,7 | 58,5 | 63,7 | 68,6 |
| Wholesale | EUR Mio. | 15,4 | 28,3 | 17,2 | 13,7 | 10,9 | 11,0 | 11,1 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 18,6 | 21,5 | 25,0 | 28,9 | 33,0 | 37,5 | 42,2 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 1,9 | 2,3 | 2,5 | 2,8 | 3,1 | 3,4 | 3,7 |
| New Business | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | -16,3% | 18,8% | -4,8% | 4,8% | 7,5% | 9,5% | 8,7% |
| Geschäftskunden | % | -2,6% | -1,2% | 5,6% | 7,8% | 11,0% | 8,8% | 7,8% |
| Wholesale | % | -53,3% | 83,9% | -39,2% | -20,0% | -20,8% | 1,0% | 1,0% |
| easybell GmbH | % | 16,7% | 15,3% | 16,5% | 15,5% | 14,5% | 13,5% | 12,5% |
| nacamar GmbH | % | 0,1% | 20,2% | 10,8% | 11,1% | 10,4% | 9,6% | 8,9% |
| New Business | % | n/a |
| in % der Bruttoumsätze | % | 100,0% |
| Geschäftskunden | % | 56,7% | 47,1% | 52,3% | 53,7% | 55,5% | 55,1% | 54,6% |
| Wholesale | % | 18,6% | 28,7% | 18,4% | 14,0% | 10,3% | 9,5% | 8,8% |
| easybell GmbH | % | 22,5% | 21,8% | 26,7% | 29,4% | 31,3% | 32,5% | 33,6% |
| nacamar GmbH | % | 2,3% | 2,3% | 2,7% | 2,8% | 2,9% | 2,9% | 2,9% |
| New Business | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rohertrag | EUR Mio. | 33,6 | 37,7 | 45,0 | 49,0 | 54,1 | 59,2 | 64,1 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | 23,8 | 24,2 | 28,1 | 30,0 | 32,9 | 35,5 | 37,9 |
| Wholesale | EUR Mio. | 0,4 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 8,3 | 11,2 | 14,5 | 16,6 | 18,7 | 21,0 | 23,4 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 1,1 | 1,5 | 1,6 | 1,8 | 1,9 | 2,1 | 2,3 |
| New Business | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | 4,9% | 12,3% | 19,4% | 8,7% | 10,6% | 9,3% | 8,4% |
| Geschäftskunden | % | 0,7% | 1,8% | 16,0% | 6,7% | 9,9% | 7,8% | 6,8% |
| Wholesale | % | -6,9% | 112,6% | 0,8% | -20,8% | -21,6% | 0,0% | 0,0% |
| easybell GmbH | % | 18,9% | 34,8% | 29,8% | 14,2% | 13,2% | 12,3% | 11,3% |
| nacamar GmbH | % | 9,7% | 34,6% | 8,0% | 10,4% | 9,6% | 8,9% | 8,2% |
| New Business | % | n/a |
| in % der Umsätze | % | 40,6% | 38,3% | 48,1% | 49,9% | 51,3% | 51,2% | 51,0% |
| Geschäftskunden | % | 50,7% | 52,3% | 57,4% | 56,9% | 56,3% | 55,8% | 55,2% |
| Wholesale | % | 2,5% | 2,9% | 4,9% | 4,8% | 4,8% | 4,7% | 4,7% |
| easybell GmbH | % | 44,5% | 52,1% | 58,0% | 57,4% | 56,8% | 56,1% | 55,5% |
| nacamar GmbH | % | 58,6% | 65,6% | 63,9% | 63,5% | 63,1% | 62,7% | 62,3% |
| New Business | % | n/a |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

EBITDA und EBIT nach Segmenten, 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

EBITDA und EBIT nach Segmenten, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA | EUR Mio. | 8,8 | 11,7 | 18,0 | 20,0 | 22,6 | 25,2 | 27,7 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | 4,3 | 4,8 | 8,2 | 9,0 | 10,1 | 11,2 | 12,2 |
| Wholesale | EUR Mio. | 0,1 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 4,0 | 5,9 | 8,4 | 9,6 | 10,9 | 12,3 | 13,8 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 0,4 | 0,6 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 1,5 |
| New Business | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | 16,7% | 32,8% | 54,1% | 11,4% | 12,6% | 11,6% | 10,2% |
| Geschäftskunden | % | 11,8% | 10,2% | 70,6% | 9,7% | 12,9% | 10,8% | 8,7% |
| Wholesale | % | 33,3% | 405,7% | 6,7% | -20,0% | -20,8% | 1,0% | 1,0% |
| easybell GmbH | % | 19,1% | 46,7% | 42,7% | 14,8% | 13,8% | 12,8% | 11,8% |
| nacamar GmbH | % | 59,8% | 61,5% | 69,2% | 11,5% | 10,7% | 10,0% | 9,3% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| in % der Umsätze | % | 10,6% | 11,9% | 19,2% | 20,4% | 21,4% | 21,8% | 22,1% |
| Geschäftskunden | % | 9,3% | 10,3% | 16,7% | 17,0% | 17,3% | 17,6% | 17,8% |
| Wholesale | % | 0,6% | 1,6% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% |
| easybell GmbH | % | 21,4% | 27,3% | 33,4% | 33,2% | 33,0% | 32,8% | 32,6% |
| nacamar GmbH | % | 19,4% | 26,1% | 39,8% | 40,0% | 40,1% | 40,2% | 40,4% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EBIT | EUR Mio. | 1,5 | 4,0 | 10,6 | 12,9 | 15,5 | 18,0 | 20,4 |
| Geschäftskunden | EUR Mio. | -1,8 | -1,5 | 3,3 | 4,3 | 5,8 | 7,0 | 8,1 |
| Wholesale | EUR Mio. | 0,1 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| easybell GmbH | EUR Mio. | 3,1 | 4,8 | 6,4 | 7,8 | 8,9 | 10,2 | 11,5 |
| nacamar GmbH | EUR Mio. | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,6 |
| New Business | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| YoY | % | -31,1% | 170,9% | 163,3% | 21,8% | 20,3% | 15,8% | 13,5% |
| Geschäftskunden | % | 139,2% | -18,4% | -319,4% | 31,4% | 34,3% | 19,9% | 15,1% |
| Wholesale | % | 33,3% | 405,7% | 6,7% | -20,0% | -20,8% | 1,0% | 1,0% |
| easybell GmbH | % | 12,8% | 54,2% | 35,5% | 20,5% | 14,9% | 13,9% | 12,9% |
| nacamar GmbH | % | 27,6% | 103,7% | 7,9% | 12,7% | 11,9% | 11,2% | 10,5% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| in % der Umsätze | % | 1,8% | 4,1% | 11,3% | 13,1% | 14,7% | 15,6% | 16,2% |
| Geschäftskunden | % | -3,9% | -3,3% | 6,8% | 8,2% | 10,0% | 11,0% | 11,7% |
| Wholesale | % | 0,6% | 1,6% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% |
| easybell GmbH | % | 16,6% | 22,1% | 25,8% | 26,9% | 27,0% | 27,1% | 27,2% |
| nacamar GmbH | % | 8,6% | 14,6% | 14,2% | 14,4% | 14,6% | 14,8% | 15,0% |
| New Business | % | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Regionen, 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Umsatz nach Regionen, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | EUR Mio. | 82,8 | 98,3 | 93,6 | 98,1 | 105,5 | 115,5 | 125,6 |
| Deutschland | EUR Mio. | 76,6 | 95,4 | 90,9 | 95,4 | 102,7 | 112,7 | 122,8 |
| EU | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| USA | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rest der Welt | EUR Mio. | 6,1 | 2,9 | 2,6 | 2,7 | 2,8 | 2,8 | 2,8 |
| YoY | % | -16,3% | 18,8% | -4,8% | 4,8% | 7,5% | 9,5% | 8,7% |
| Deutschland | % | 10,5% | 24,4% | -4,7% | 4,9% | 7,7% | 9,7% | 9,0% |
| EU | % | n/a |
| USA | % | n/a |
| Rest der Welt | % | -79,3% | -52,2% | -10,0% | 3,0% | 2,0% | 1,0% | -0,1% |
| in % der Umsätze | % | 100,0% |
| Deutschland | % | 92,6% | 97,0% | 97,2% | 97,2% | 97,4% | 97,6% | 97,8% |
| EU | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| USA | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rest der Welt | % | 7,4% | 3,0% | 2,8% | 2,8% | 2,6% | 2,4% | 2,2% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva), 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Langfristiges Vermögen | EUR Mio. | 37,8 | 37,4 | 43,5 | 41,8 | 38,9 | 38,9 | 39,0 |
| Immaterielles Vermögen | EUR Mio. | 24,5 | 24,4 | 31,7 | 32,7 | 33,1 | 33,6 | 34,1 |
| Goodwill | EUR Mio. | 8,9 | 8,9 | 14,7 | 14,7 | 14,7 | 14,7 | 14,7 |
| Immaterielles Vermögen | EUR Mio. | 4,4 | 4,8 | 5,8 | 5,9 | 6,2 | 6,4 | 6,7 |
| Nutzungsrechte | EUR Mio. | 8,4 | 7,4 | 7,3 | 7,1 | 6,9 | 6,7 | 6,6 |
| Sonstiges | EUR Mio. | 2,8 | 3,2 | 3,9 | 5,0 | 5,4 | 5,8 | 6,2 |
| Sachanlagevermögen | EUR Mio. | 11,1 | 10,5 | 9,7 | 7,5 | 4,6 | 4,2 | 3,8 |
| Grundstücke | EUR Mio. | 11,1 | 10,5 | 9,7 | 7,5 | 4,6 | 4,2 | 3,8 |
| Technische Anlagen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Andere Anlagen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Geleistete Anzahlungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Beteiligungen/Finanzanlagen | EUR Mio. | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Beteiligungen | EUR Mio. | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Sonstige Vermögensgegenstände | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Forderungen an Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Geleistete Anzahlungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Latente Steueransprüche | EUR Mio. | 1,2 | 1,4 | 1,0 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kurzfristiges Vermögen | EUR Mio. | 18,7 | 16,1 | 13,4 | 17,8 | 27,0 | 35,1 | 43,9 |
| Vorräte | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| DIO | d | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Forderungen aus Lieferung und Leistung | EUR Mio. | 7,4 | 7,2 | 8,2 | 8,7 | 9,5 | 10,5 | 11,5 |
| DSO | d | 32 | 26 | 32 | 32 | 32 | 33 | 33 |
| Forderungen an Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Forderungen gegenüber nahestehenden Personen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Sonstige finanzielle Vermögenswerte | EUR Mio. | 2,5 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte | EUR Mio. | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Liquide Mittel | EUR Mio. | 8,3 | 7,8 | 3,9 | 7,8 | 16,1 | 23,0 | 30,8 |
| davon verpfändet | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktive latente Steuern | EUR Mio. | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,9 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bilanzsumme | EUR Mio. | 56,8 | 53,9 | 57,4 | 60,3 | 66,6 | 74,8 | 83,9 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva), 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Passiva), 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Eigenkapital | EUR Mio. | 22,2 | 23,4 | 29,0 | 34,1 | 40,1 | 47,0 | 54,6 |
| Eigenkapitalquote | % | 39,0% | 43,4% | 50,4% | 56,6% | 60,2% | 62,8% | 65,1% |
| Grundkapital | EUR Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Kapitalrücklage | EUR Mio. | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| Währungsanpassungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Gewinnrücklagen | EUR Mio. | 13,4 | 14,4 | 19,2 | 23,0 | 27,6 | 32,9 | 38,7 |
| Bilanzverlust/-gewinn | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Eigene Anteile | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anteile anderer Gesellschafter | EUR Mio. | 3,4 | 3,6 | 4,3 | 5,6 | 7,0 | 8,6 | 10,4 |
| Genussrechtskapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonderposten mit Rücklageanteil | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pensionsrückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 17,8 | 16,8 | 16,7 | 15,9 | 16,3 | 17,8 | 19,4 |
| Bankschulden | EUR Mio. | 1,750 | 2,4 | 2,4 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anleihe | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Genussrechtskapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Stille Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten | EUR Mio. | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen | EUR Mio. | 10,5 | 9,1 | 8,9 | 9,6 | 10,7 | 12,0 | 13,5 |
| DPO | d | 46 | 33 | 34 | 35 | 36 | 38 | 39 |
| Erhaltene Anzahlungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 4,3 | 4,1 | 4,2 | 4,3 | 4,4 | 4,6 | 4,7 |
| Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Langfristige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 15,5 | 12,0 | 10,0 | 8,5 | 8,3 | 8,1 | 7,9 |
| Bankschulden | EUR Mio. | 5,500 | 3,1 | 1,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anleihe | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Genussrechtskapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Stille Beteiligungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Langfristige Leasingverbindlichkeiten | EUR Mio. | 7,4 | 6,5 | 6,3 | 6,2 | 6,0 | 5,9 | 5,7 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 2,7 | 2,4 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,1 |
| Passive latente Steuern | EUR Mio. | 1,3 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 1,9 | 2,0 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bilanzsumme | EUR Mio. | 56,8 | 53,9 | 57,4 | 60,3 | 66,6 | 74,8 | 83,9 |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN | | | | | | | | |

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Langfristiges Vermögen | % | 66,5% | 69,4% | 75,8% | 69,4% | 58,4% | 52,0% | 46,5% |
| Immaterielles Vermögen | % | 43,2% | 45,2% | 55,2% | 54,2% | 49,7% | 44,9% | 40,7% |
| Goodwill | % | 15,6% | 16,5% | 25,6% | 24,4% | 22,0% | 19,6% | 17,5% |
| Immaterielles Vermögen | % | 7,8% | 9,0% | 10,1% | 9,9% | 9,3% | 8,6% | 8,0% |
| Nutzungsrechte | % | 14,9% | 13,8% | 12,6% | 11,7% | 10,4% | 9,0% | 7,8% |
| Sonstiges | % | 4,9% | 6,0% | 6,9% | 8,3% | 8,0% | 7,7% | 7,4% |
| Sachanlagevermögen | % | 19,6% | 19,5% | 16,9% | 12,4% | 7,0% | 5,6% | 4,5% |
| Grundstücke | % | 19,6% | 19,5% | 16,9% | 12,4% | 7,0% | 5,6% | 4,5% |
| Technische Anlagen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Andere Anlagen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Geleistete Anzahlungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Beteiligungen/Finanzanlagen | % | 1,8% | 2,1% | 2,0% | 1,9% | 1,7% | 1,5% | 1,3% |
| Beteiligungen | % | 1,8% | 2,1% | 2,0% | 1,9% | 1,7% | 1,5% | 1,3% |
| Sonstige Vermögensgegenstände | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen an Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Geleistete Anzahlungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Latente Steueransprüche | % | 2,0% | 2,5% | 1,7% | 0,8% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Kurzfristiges Vermögen | % | 32,8% | 29,8% | 23,3% | 29,6% | 40,5% | 46,9% | 52,4% |
| Vorräte | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen aus Lieferung und Leistung | % | 13,1% | 13,4% | 14,4% | 14,5% | 14,2% | 14,0% | 13,7% |
| Forderungen an Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen gegenüber nahestehenden Personen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | % | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Sonstige finanzielle Vermögenswerte | % | 4,4% | 1,2% | 1,2% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,1% |
| Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte | % | 0,7% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,7% |
| Liquide Mittel | % | 14,5% | 14,4% | 6,8% | 12,9% | 24,1% | 30,8% | 36,7% |
| davon verpfändet | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Aktive latente Steuern | % | 0,7% | 0,8% | 0,9% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Bilanzsumme | % | 100,0% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Eigenkapital | % | 39,0% | 43,4% | 50,4% | 56,6% | 60,2% | 62,8% | 65,1% |
| Grundkapital | % | 6,2% | 6,5% | 6,1% | 5,8% | 5,3% | 4,7% | 4,2% |
| Kapitalrücklage | % | 3,2% | 3,5% | 3,4% | 3,3% | 3,0% | 2,6% | 2,4% |
| Währungsanpassungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Gewinnrücklagen | % | 23,6% | 26,8% | 33,4% | 38,2% | 41,5% | 44,0% | 46,1% |
| Bilanzverlust/-gewinn | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Nicht gedecktes Eigenkapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Eigene Anteile | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Anteile anderer Gesellschafter | % | 6,0% | 6,6% | 7,5% | 9,3% | 10,5% | 11,5% | 12,4% |
| Genussrechtskapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonderposten mit Rücklageanteil | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Pensionsrückstellungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige Rückstellungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | % | 31,3% | 31,1% | 29,1% | 26,3% | 24,5% | 23,8% | 23,1% |
| Bankschulden | % | 3,1% | 4,5% | 4,2% | 1,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Anleihe | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Genussrechtskapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Stille Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten | % | 2,1% | 2,3% | 2,1% | 2,0% | 1,8% | 1,6% | 1,5% |
| Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen | % | 18,5% | 16,9% | 15,5% | 16,0% | 16,0% | 16,1% | 16,1% |
| Erhaltene Anzahlungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | % | 7,6% | 7,5% | 7,3% | 7,1% | 6,7% | 6,1% | 5,6% |
| Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Langfristige Verbindlichkeiten | % | 27,4% | 22,3% | 17,4% | 14,1% | 12,4% | 10,8% | 9,4% |
| Bankschulden | % | 9,7% | 5,7% | 2,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Anleihe | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Genussrechtskapital | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Stille Beteiligungen | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Langfristige Leasingverbindlichkeiten | % | 13,0% | 12,1% | 11,1% | 10,3% | 9,1% | 7,9% | 6,8% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | % | 4,7% | 4,5% | 4,1% | 3,8% | 3,4% | 2,9% | 2,6% |
| Passive latente Steuern | % | 2,3% | 3,2% | 3,1% | 3,0% | 2,8% | 2,6% | 2,4% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Bilanzsumme | % | 100,0% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|-----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss | EUR Mio. | 0,9 | 2,6 | 7,3 | 8,8 | 10,6 | 12,3 | 14,0 |
| Abschreibungen | EUR Mio. | 7,2 | 7,5 | 7,4 | 7,2 | 7,1 | 7,2 | 7,4 |
| Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Vorratsbestand | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen | EUR Mio. | 0,5 | 0,2 | -1,0 | -0,5 | -0,8 | -1,0 | -1,0 |
| Δ Forderungen und sonst. Vermögen | EUR Mio. | -0,3 | 1,9 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Δ Aktive RaP / latente Steuern | EUR Mio. | -0,2 | -0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | -0,1 | -0,1 |
| Δ Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ langfristige sonst. Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung | EUR Mio. | 1,3 | -1,4 | -0,2 | 0,7 | 1,0 | 1,4 | 1,4 |
| 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. | -0,5 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Währungsanpassungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | -1,7 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Operativer Cashflow | EUR Mio. | 10,0 | 10,3 | 13,8 | 16,6 | 18,4 | 19,8 | 21,7 |
| Investitionen in Finanzanlagen | EUR Mio. | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Investitionen in immaterielles Anlagevermögen | EUR Mio. | -8,8 | 0,1 | -7,3 | -1,0 | -0,4 | -0,5 | -0,5 |
| Investitionen in Sachanlagevermögen | EUR Mio. | -9,4 | -6,9 | -6,6 | -4,9 | -4,2 | -6,8 | -6,9 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | 11,9 | 1,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Investiver Cashflow | EUR Mio. | -6,3 | -5,9 | -13,9 | -5,9 | -4,7 | -7,2 | -7,5 |
| Free Cashflow | EUR Mio. | 3,6 | 4,4 | -0,2 | 10,7 | 13,7 | 12,6 | 14,2 |
| Δ Grundkapital | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Kapitalrücklagen | EUR Mio. | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Genusssrechtskapital (EK) | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Bankverbindlichkeiten | EUR Mio. | 1,6 | -1,8 | -1,8 | -3,0 | -0,7 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Anleihe | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Genusssrechtskapital (FK) | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Stille Beteiligung | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Abzüglich Dividende des Vorjahres | EUR Mio. | -0,5 | -0,5 | -0,5 | -2,5 | -3,2 | -3,9 | -4,6 |
| Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter | EUR Mio. | -1,0 | -1,5 | -1,3 | -1,2 | -1,4 | -1,6 | -1,8 |
| Sonstige operative Anpassungen | EUR Mio. | -10,2 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanz-Cashflow | EUR Mio. | -1,5 | -4,9 | -3,7 | -6,8 | -5,4 | -5,6 | -6,5 |
| Zahlungsmittelzufluss (netto) | EUR Mio. | 2,2 | -0,5 | -3,9 | 3,9 | 8,3 | 7,0 | 7,7 |
| Währungsanpassungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Liquide Mittel Beginn Periode | EUR Mio. | 6,1 | 8,3 | 7,8 | 3,9 | 7,8 | 16,1 | 23,0 |
| Liquide Mittel Ende Periode | EUR Mio. | 8,3 | 7,8 | 3,9 | 7,8 | 16,1 | 23,0 | 30,8 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2012-2018

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

Auf einen Blick I, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------------|
| Key Data | | | | | | | | |
| Umsatz | EUR Mio. | 82,8 | 98,3 | 93,6 | 98,1 | 105,5 | 115,5 | 125,6 |
| Rohertrag | EUR Mio. | 34,7 | 38,5 | 46,2 | 50,2 | 55,4 | 60,5 | 65,5 |
| EBITDA | EUR Mio. | 8,7 | 11,6 | 18,0 | 20,0 | 22,6 | 25,2 | 27,7 |
| EBIT | EUR Mio. | 1,5 | 4,0 | 10,6 | 12,9 | 15,5 | 18,0 | 20,4 |
| EBT | EUR Mio. | 1,2 | 3,8 | 10,5 | 12,8 | 15,4 | 17,8 | 20,2 |
| Nettoergebnis | EUR Mio. | 0,9 | 2,6 | 7,3 | 8,8 | 10,6 | 12,3 | 14,0 |
| Anzahl Mitarbeiter | X | 261 | 271 | 281 | 289 | 297 | 305 | 313 |
| Je Aktie | | | | | | | | |
| Kurs Hoch | EUR | 8,85 | 11,20 | 30,60 | | | | |
| Kurs Tief | EUR | 6,10 | 5,50 | 8,85 | | | | |
| Kurs Durchschnitt | EUR | 7,45 | 7,14 | 17,39 | | | | |
| Kurs Schlusskurs | EUR | 6,55 | 9,05 | 28,40 | 28,40 | 28,40 | 28,40 | 28,40 |
| EPS | EUR | -0,05 | 0,28 | 1,48 | 1,80 | 2,21 | 2,59 | 2,96 |
| BVPS | EUR | 5,35 | 5,65 | 7,02 | 8,12 | 9,44 | 10,93 | 12,58 |
| CFPS | EUR | 2,84 | 2,92 | 3,93 | 4,73 | 5,24 | 5,65 | 6,18 |
| Dividende | EUR | 0,13 | 0,14 | 0,70 | 0,90 | 1,10 | 1,30 | 1,50 |
| Kursziel | EUR | | | | | | | 41,20 |
| Performance bis Kursziel | % | | | | | | | 45,1% |
| Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz) | | | | | | | | |
| EBITDA-Marge | % | 10,5% | 11,8% | 19,2% | 20,4% | 21,4% | 21,8% | 22,1% |
| EBIT-Marge | % | 1,8% | 4,1% | 11,3% | 13,1% | 14,7% | 15,6% | 16,2% |
| EBT-Marge | % | 1,5% | 3,8% | 11,2% | 13,0% | 14,6% | 15,4% | 16,1% |
| Netto-Marge | % | 1,1% | 2,7% | 7,8% | 9,0% | 10,1% | 10,7% | 11,1% |
| FCF-Marge | % | 4,4% | 4,5% | -0,2% | 10,9% | 13,0% | 10,9% | 11,3% |
| ROE | % | 4,0% | 11,3% | 25,2% | 25,9% | 26,5% | 26,2% | 25,6% |
| NWC/Umsatz | % | -3,7% | -1,9% | -0,7% | -0,9% | -1,1% | -1,3% | -1,6% |
| Pro-Kopf-Umsatz | EURk | 317 | 363 | 333 | 339 | 355 | 379 | 401 |
| Pro-Kopf-EBIT | EURk | 5,7 | 14,8 | 37,6 | 44,6 | 52,2 | 58,9 | 65,1 |
| Capex/Umsatz | % | 11,3% | 7,1% | 7,1% | 5,0% | 4,0% | 5,8% | 5,5% |
| Wachstumsraten | | | | | | | | |
| Umsatz | % | -16,3% | 18,8% | -4,8% | 4,8% | 7,5% | 9,5% | 8,7% |
| Rohertrag | % | 5,9% | 11,0% | 20,0% | 8,6% | 10,4% | 9,1% | 8,3% |
| EBITDA | % | 17,0% | 32,7% | 55,7% | 11,4% | 12,6% | 11,6% | 10,2% |
| EBIT | % | -31,1% | 171,0% | 163,3% | 21,8% | 20,3% | 15,8% | 13,5% |
| EBT | % | -39,4% | 206,9% | 178,1% | 21,9% | 20,4% | 15,9% | 13,5% |
| Nettoergebnis | % | -35,7% | 195,4% | 177,0% | 21,0% | 20,4% | 15,9% | 13,5% |
| EPS | % | n/a | n/a | 421,1% | 21,5% | 22,8% | 17,0% | 14,1% |
| CFPS | % | 49,3% | 3,0% | 34,4% | 20,4% | 10,8% | 7,8% | 9,4% |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN | | | | | | | | |

Auf einen Blick II, 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick II, 2019-2025e

| IFRS (31.12.) | | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bilanzkennzahlen | | | | | | | | |
| Sachanlagevermögen | EUR Mio. | 37,8 | 37,4 | 43,5 | 41,8 | 38,9 | 38,9 | 39,0 |
| Umlaufvermögen | EUR Mio. | 18,7 | 16,1 | 13,4 | 17,8 | 27,0 | 35,1 | 43,9 |
| Eigenkapital | EUR Mio. | 22,2 | 23,4 | 29,0 | 34,1 | 40,1 | 47,0 | 54,6 |
| Verbindlichkeiten | EUR Mio. | 34,7 | 30,5 | 28,5 | 26,2 | 26,5 | 27,8 | 29,3 |
| EK-Quote | % | 39,0% | 43,4% | 50,4% | 56,6% | 60,2% | 62,8% | 65,1% |
| Net Gearing Ratio | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Working Capital | EUR Mio. | -3,1 | -1,9 | -0,7 | -0,9 | -1,2 | -1,5 | -2,0 |
| Capital Employed | EUR Mio. | 32,6 | 33,0 | 40,8 | 39,3 | 36,6 | 36,2 | 35,9 |
| Asset Turnover | x | 1,5 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,5 |
| Enterprise Value | | | | | | | | |
| Anzahl Aktien | Mio. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Marktkapitalisierung Hoch | EUR Mio. | 31,1 | 39,3 | 107,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Marktkapitalisierung Tief | EUR Mio. | 21,4 | 19,3 | 31,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Marktkapitalisierung Durchschnitt | EUR Mio. | 26,1 | 25,1 | 61,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Marktkapitalisierung Schlusskurs | EUR Mio. | 23,0 | 31,8 | 99,7 | 99,7 | 99,7 | 99,7 | 99,7 |
| Nettoverschuldung | EUR Mio. | -1,0 | -2,3 | -0,2 | -7,1 | -16,1 | -23,0 | -30,8 |
| Pensionsrückstellungen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anteile Dritter | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlagen Anlagevermögen | EUR Mio. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Enterprise Value Hoch | EUR Mio. | 30,1 | 37,1 | 107,2 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Enterprise Value Tief | EUR Mio. | 20,4 | 17,0 | 30,8 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Enterprise Value Durchschnitt | EUR Mio. | 25,1 | 22,8 | 60,8 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Enterprise Value Schlusskurs | EUR Mio. | 22,0 | 29,5 | 99,4 | 92,6 | 83,6 | 76,6 | 68,9 |
| Bewertungskennzahlen | | | | | | | | |
| EV/Umsatz Hoch | x | 0,4 | 0,4 | 1,1 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/Umsatz Tief | x | 0,2 | 0,2 | 0,3 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/Umsatz Durchschnitt | x | 0,3 | 0,2 | 0,6 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/Umsatz Schlusskurs | x | 0,3 | 0,3 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,5 |
| EV/EBITDA Hoch | x | 20,3 | 9,2 | 10,1 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/EBITDA Tief | x | 13,8 | 4,2 | 2,9 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/EBITDA Durchschnitt | x | 17,0 | 5,7 | 5,7 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| EV/EBITDA Schlusskurs | x | 14,8 | 7,3 | 9,4 | 7,2 | 5,4 | 4,3 | 3,4 |
| EV/EBIT Schlusskurs | x | 17,9 | 7,8 | 9,5 | 7,2 | 5,4 | 4,3 | 3,4 |
| KGV Hoch | x | n/a | 39,3 | 20,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| KGV Tief | x | n/a | 19,3 | 6,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| KGV Durchschnitt | x | n/a | 25,1 | 11,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| KGV Schlusskurs | x | n/a | 31,8 | 19,1 | 15,7 | 12,8 | 11,0 | 9,6 |
| KBV Schlusskurs | x | 1,2 | 1,6 | 4,0 | 3,5 | 3,0 | 2,6 | 2,3 |
| KCF Durchschnitt | x | 2,6 | 2,4 | 4,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF-Yield | % | 15,7% | 13,9% | -0,2% | 10,7% | 13,8% | 12,6% | 14,3% |
| Dividendenrendite | % | 2,0% | 1,5% | 2,5% | 3,2% | 3,9% | 4,6% | 5,3% |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Discounted Cashflow-Bewertung

| IFRS (31.12.) | | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | 2034e | 2035e | Terminal year |
|----------------------------------|-----------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| Umsatz | EUR Mio. | 93,6 | 98,1 | 105,5 | 115,5 | 125,6 | 135,5 | 141,8 | 145,3 | 147,0 | 148,0 | 148,5 | 149,0 | 149,5 | 149,9 | 150,4 | 150,8 |
| YoY | % | -4,8% | 4,8% | 7,5% | 9,5% | 8,7% | 7,9% | 4,6% | 2,5% | 1,2% | 0,6% | 0,4% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% |
| EBIT | EUR Mio. | 10,6 | 12,9 | 15,5 | 18,0 | 20,4 | 22,8 | 23,6 | 23,9 | 23,9 | 23,8 | 23,6 | 23,3 | 23,1 | 22,9 | 22,6 | 22,6 |
| EBIT-Marge | % | 11,3% | 13,1% | 14,7% | 15,6% | 16,2% | 16,9% | 16,7% | 16,5% | 16,3% | 16,1% | 15,9% | 15,7% | 15,5% | 15,3% | 15,1% | 15,0% |
| Steuern | EUR Mio. | -3,2 | -4,0 | -4,8 | -5,5 | -6,3 | -7,0 | -7,1 | -7,2 | -7,2 | -7,1 | -7,1 | -7,0 | -6,9 | -6,9 | -6,8 | -6,8 |
| Steuerquote (τ) | % | 30,2% | 30,8% | 30,8% | 30,8% | 30,8% | 30,8% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| Bereinigtes EBIT(1-τ) | EUR Mio. | 5,3 | 6,4 | 7,9 | 9,2 | 10,5 | 11,8 | 12,4 | 12,6 | 12,6 | 12,5 | 12,4 | 12,3 | 12,1 | 12,0 | 11,9 | 11,9 |
| Reinvestment | EUR Mio. | -7,7 | 1,5 | 2,7 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,7 |
| FCFF | EUR Mio. | -2,4 | 7,9 | 10,6 | 9,6 | 10,8 | 12,1 | 12,3 | 12,5 | 12,5 | 12,4 | 12,3 | 12,2 | 12,0 | 11,9 | 11,8 | 11,2 |
| WACC | % | 8,7% | 8,7% | 8,7% | 8,7% | 8,7% | 8,3% | 7,9% | 7,5% | 7,2% | 6,8% | 6,4% | 6,0% | 5,7% | 5,3% | 5,3% | |
| Diskontierungssatz | % | 108,7% | 92,0% | 84,7% | 77,9% | 71,7% | 66,2% | 61,4% | 57,1% | 53,2% | 49,9% | 46,9% | 44,2% | 41,8% | 39,7% | 37,7% | |
| Barwert der FCFF | EUR Mio. | -2,6 | 7,3 | 9,0 | 7,5 | 7,8 | 8,0 | 7,6 | 7,1 | 6,6 | 6,2 | 5,8 | 5,4 | 5,0 | 4,7 | 4,4 | |
| Barwert Terminal Value | EUR Mio. | 52,9 | | | | | | | | | | | | | | | |
| in % des Enterprise Value | % | 37,1% | | | | | | | | | | | | | | | |
| Barwert FCFF Detailplanungsphase | EUR Mio. | 28,8 | | | | | | | | | | | | | | | |
| in % des Enterprise Value | % | 20,2% | | | | | | | | | | | | | | | |
| Barwert FCFF Grobplanungsphase | EUR Mio. | 60,8 | | | | | | | | | | | | | | | |
| in % des Enterprise Value | % | 42,7% | | | | | | | | | | | | | | | |
| Enterprise Value | EUR Mio. | 142,5 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Finanzschulden | EUR Mio. | -5,5 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Excess Cash | EUR Mio. | 7,6 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals | EUR Mio. | 144,6 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Anzahl ausstehender Aktien | Mio. | 3,5 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals | EUR | 41,20 | | | | | | | | | | | | | | | |

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

Disclaimer

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

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

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

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

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

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

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

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

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

Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

| Datum/Zeit: | Kursziel/Aktueller Kurs: | Anlageempfehlung: | Interessenskonflikte (Key-Angabe) |
|------------------------|--------------------------|---------------------------|-----------------------------------|
| 10.11.2021 / 07:25 Uhr | EUR 41,20 / EUR 28,40 | Buy, Gültigkeit 24 Monate | 8 |
| 05.08.2021 / 13:45 Uhr | EUR 36,90 / EUR 21,80 | Buy, Gültigkeit 24 Monate | 8 |
| 28.07.2021 / 10:10 Uhr | EUR 36,90 / EUR 21,00 | Buy, Gültigkeit 24 Monate | 1, 8 |
| 22.06.2021 / 08:00 Uhr | EUR 31,00 / EUR 17,20 | Buy, Gültigkeit 24 Monate | 1, 2, 8 |

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

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

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

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

Informationsquellen

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

Erklärung der Ersteller der Studien

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

Diese Studie wurde am 10.11.2021 um 07:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 28,40.