

ecotel communication

Reuters: E4DG.F

Bloomberg: E4C:GR

EBITDA im Jahr 2021 um 55% gesteigert

Wie erwartet wurde 2021 für ecotel communication zum bisher besten Jahr in der Unternehmensgeschichte. Die berichteten Finanzzahlen lagen mehrheitlich über unseren ursprünglichen Schätzungen und der Guidance des Managements. Dabei profitierte ecotel nicht nur von seiner breiten Produktpalette und Kundenbasis, sondern insbesondere von der im Jahr 2018 eingeleiteten Transformation hin zu höhermargigen und einander ergänzenden Geschäftsbereichen. Die ertragsseitigen Folgen dieser Transformation sind nach unserer Einschätzung noch nicht abgeschlossen. Daher bestätigen wir unser aus einem dreiphasigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von 41,20 (Base-Case-Szenario) und unser Buy-Rating für die Aktien der ecotel communication.

EBITDA-Marge gegenüber 2017 mehr als verdreifacht

Im vergangenen Jahr hat ecotel auf eindrucksvolle Weise aufgezeigt, welche Effekte die strategisch eingeleitete Verschiebung des Geschäftsschwerpunkts hin zu den margenstarken und einander ergänzenden Segmenten Geschäftskunden und easybell hat. So konnte das EBITDA in den beiden Kernbereichen Geschäftskunden (+80,2% YoY) und easybell (+44,6% YoY) signifikant gesteigert werden. Auch auf Konzernebene erreichte die EBITDA-Marge mit 18,9% (Vorjahr 11,9%) einen neuen Höchstwert. Zum Vergleich: Im Durchschnitt der Jahre 2009-18, also vor der strategischen Neuausrichtung, lag die EBITDA-Marge bei gerade einmal 6,7% – und damit, bezogen auf die Kapitalkosten, nicht im wertschöpfenden Bereich.

TABELLE 1: EBITDA NACH SEGMENTEN

	2020		2021	
	in EUR Mio.	in % vom Umsatz	in EUR Mio.	in % vom Umsatz
Konzern	11,7	11,9%	18,1	18,9%
Geschäftskunden	4,8	10,3%	8,6	18,7%
Wholesale	0,4	1,6%	0,5	2,2%
easybell GmbH	5,9	27,3%	8,5	33,9%
nacamar GmbH	0,6	26,1%	0,5	23,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Keine unmittelbaren Belastungen aus dem Krieg Russlands

Nach Angaben der Gesellschaft bestehen keine geschäftlichen Beziehungen zu Russland oder der Ukraine. Unmittelbare Belastungen als Folge des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine für das operative Geschäft gibt es damit nach unserer Einschätzung nicht.

Rating: Buy	Risiko: Niedrig
Kurs: EUR 25,80	
Kursziel: EUR 41,20 (unverändert)	

WKN / ISIN: 585434 / DE0005854343

Indizes: -

Transparenzlevel: Deutsche Börse Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 3,510 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 90,6 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.500 Aktien

Q1/2022: 10. Mai 2022

GuV (EUR Mio.)	2020	2021	2022e	2023e
Umsatz	98,3	95,9	100,8	106,8
EBITDA	11,6	18,1	21,0	22,9
EBIT	4,0	10,6	14,0	15,8
EBT	3,8	10,5	13,9	15,7
EAT	2,6	7,3	9,6	10,8

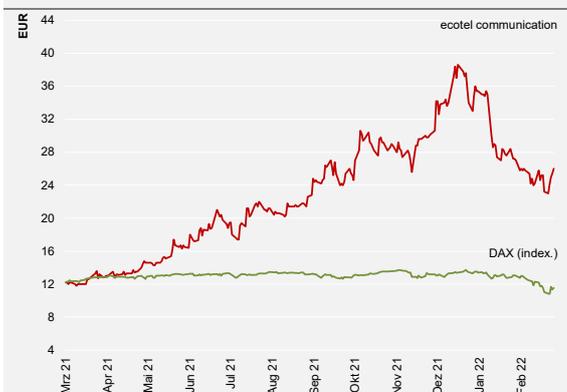
% der Umsätze	2020	2021	2022e	2023e
EBITDA	11,8%	18,9%	20,8%	21,4%
EBIT	4,1%	11,1%	13,9%	14,8%
EBT	3,8%	11,0%	13,8%	14,7%
EAT	2,7%	7,6%	9,5%	10,1%

Je Aktie (EUR)	2020	2021	2022e	2023e
EPS	0,28	1,36	1,80	2,04
Dividende	0,14	2,25	0,90	1,00
Buchwert	5,65	6,91	6,46	7,60
Cashflow	2,92	4,40	5,00	5,22

Bilanz (%)	2020	2021	2022e	2023e
EK-Quote	43,4%	47,6%	49,3%	52,9%
Gearing	0%	0%	0%	0%

Multiples (x)	2020	2021	2022e	2023e
KGV	31,8	25,0	14,3	12,6
EV/Umsatz	0,30	1,15	0,79	0,67
EV/EBIT	7,8	10,4	5,7	4,6
KBV	1,6	4,9	4,0	3,4

Guidance (EUR Mio.)	2022e	2023e
Umsatz	n/a	n/a
EBITDA	20-22	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2022e

Zusammen mit dem Geschäftsbericht 2021 wurde auch eine erste Umsatz- und Ergebnis-Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2022e veröffentlicht. Bei deren Erstellung profitierte ecotel nach unserer Ansicht davon, dass das Geschäftsmodell weitgehend nicht von gesamtwirtschaftlichen Schwankungen und von Krisen betroffen ist. Unter diesen Prämissen sehen wir die Guidance als gut erreichbar an.

Wir haben uns bei der Überarbeitung unserer Schätzungen in der Regel in der Mitte der ausgegebenen Bandbreite angesiedelt und nur leichte Anpassungen vorgenommen. Dabei dürfte sich insbesondere der Bereich Wholesale, in dem seit diesem Geschäftsjahr nicht nur der vergleichsweise margenarme netzübergreifende Handel mit Telefonminuten für nationale und internationale Carrier, sondern zukünftig auch die Vermarktung von Datenleitungen für diese Telekommunikationsanbieter angesiedelt ist, besser entwickeln als bislang von uns prognostiziert.

TABELLE 2: MANAGEMENT-GUIDANCE 2022E VS. SPHENE CAPITAL-PROGNOSEN (NEU)

		2021	2022e		Sphene Capital
			Untergrenze	Obergrenze	
Umsatz Geschäftskunden	EUR Mio.	46,3	47,0	50,0	48,5
Umsatz Wholesale	EUR Mio.	22,4	20,0	25,0	22,5
Umsatz easybell	EUR Mio.	25,0	27,0	30,0	28,5
Umsatz nacamar	EUR Mio.	2,2	0,5	1,5	1,3
Rohrertrag	EUR Mio.	45,7	↗		
EBITDA	EUR Mio.	18,1	20,0	22,0	21,0
YoY	%	56,7%	10,4%	21,4%	15,9%
Davon Geschäftskunden	EUR Mio.	8,6	8,5	10,5	9,5
Davon Wholesale	EUR Mio.	0,5	↗		0,6
Davon easybell	EUR Mio.	8,5	9,5	11,5	10,6
Davon nacamar	EUR Mio.	0,5	>0		0,3
Konzernergebnis	EUR Mio.	4,8	↗		6,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Veröffentlichung von Mittelfristzielen

Auf Konzernebene wurden weitere quantitative Ziele veröffentlicht, die wir in nachstehender Tabelle 3 zusammengefasst haben. Danach soll ein Umsatzwachstum von jährlich 5% erreicht werden. Rohrertrag und EBITDA sollen planmäßig jedes Jahr verbessert werden. Überdies veröffentlichte ecotel auch die Kredit-Covenants:

TABELLE 3: QUANTITATIVE ZIELE DER NACHHALTIGEN FINANZSTRATEGIE

		2021 (Ist)	Für das Jahr	Zielwert
Guidance				
Rohertrag	EUR Mio.	47,5	ab 2022e	↗
EBITDA	EUR Mio.	18,1	ab 2022e	↗
Wachstumsabhängige Investitionen	EUR Mio.	4,9	2022e/2023e	>6,0
Liquiditätsreserve inkl. Kreditlinie	EUR Mio.	n/a	ab 2022e	>5,0
Free Cashflow je Aktie	EUR	3,00	ab 2022e	>2,00
Ausschüttungsquote (Referenzgröße EPS)	%	51,4%*	ab 2022e	>50,0%
Covenants				
Eigenkapitalquote	%	47,6%	ab 2022e	>40,0%
Kapitaldienst (Zins und Tilgung)	EUR Mio.	2,8	2022e/2023e	~3,0
EBITDA-Marge	%	18,6%	ab 2022e	>5,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

* bezogen auf die Basisdividende

Klare Tendenz zur Übererfüllung der Guidance

Bezüglich des Kriteriums „Übererfüllung der Guidance“ weist ecotel über einen Zeitraum von zwölf Jahren eine klar überdurchschnittliche Bilanz auf: Nur in jeweils zwei Jahren konnte die Untergrenze der Umsatz- bzw. EBITDA-Guidance nicht erreicht werden. Besonders bemerkenswert ist aus unserer Sicht, dass das ecotel in den meisten Fällen sogar den oberen Rand der jeweiligen Umsatz- und EBITDA-Guidance übertreffen konnte.

TABELLE 4: ERREICHUNG DER GUIDANCE, 2010-2021

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Umsatz													
Konzern	UG	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			
	OG	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			
Geschäftskunden	UG											✓	✓
	OG											✓	
easybell	UG										✓	✓	✓
	OG										✓	✓	
nacamar	UG											✓	✓
	OG											✓	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Anm.: Graue Schraffierungen zeigt an, dass für ein Kriterium eine Guidance veröffentlicht wurde. Das Häkchen zeigt an, wenn diese Guidance (über)erfüllt wurde.
UG: Untergrenze, OG: Obergrenze

TABELLE4: ERREICHUNG DER GUIDANCE, 2010-2021 (FORTS.)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBITDA													
Konzern	UG		✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓
	OG		✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓
Geschäftskunden	UG											✓	✓
	OG											✓	✓
easybell	UG											✓	✓
	OG											✓	✓
nacamar	UG											✓	✓
	OG											✓	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

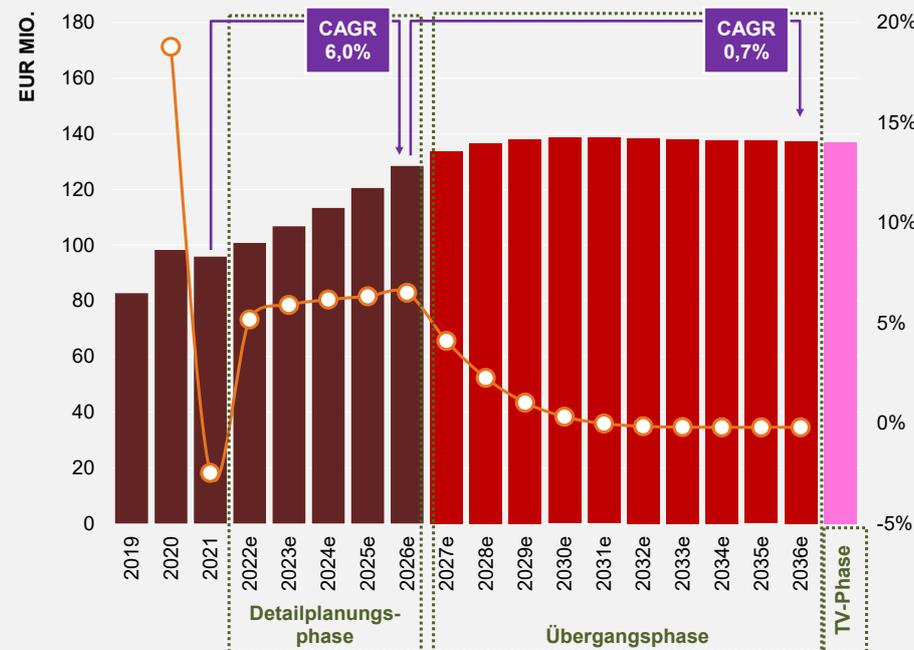
Anm.: Graue Schraffierungen zeigt an, dass für ein Kriterium eine Guidance veröffentlicht wurde. Das Häkchen zeigt an, wenn diese Guidance (über)erfüllt wurde.
 UG: Untergrenze, OG: Obergrenze

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 nicht sinnvoll – keine validen Ergebnisse liefern, sondern auch daran, dass ecotel im Gegensatz zu möglichen Vergleichsunternehmen seine Umsatz- und Ertragssituation in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung 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 oder externes Wachstum sind in unserem Modell nicht vorgesehen.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2019-2036E



Bis 2026e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2036e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value, in dem sich ecotel gewissermaßen in einem eingeschwungenen Zustand befindet, in dem Überrenditen nicht mehr erzielt werden können.

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- bzw. Grobplanungsphase belaufen sich auf 6,0% bzw. 0,7%. Im Terminal Value, in dem sich modellimmanent riskante Investitionen nicht mehr „lohlen“, werden die betrieblichen Cashflows zu risikolosen Konditionen (aktuell -0,2%) angelegt.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 2026e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten (CAGR) der Umsätze zwischen 2021 und 2026e in Höhe von 6,0%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige „Grobplanungsphase“), die 2036e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von 0,7% 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 -0,2% an.

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 16,3% (Basis: Umsatz) nur leicht zurückgehen; dabei haben wir keinen weiteren Eigenmittelzufluss von außen zugrunde gelegt, sondern ausschließlich Innenfinanzierung aus den erwirtschafteten Cashflows unterstellt;
- ⊕ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 16,0% liegen;
- ⊕ dass die **Minderheitsanteile** von easybell eine im Zeitablauf vergleichbare Entwicklung haben werden wie die voll-konsolidierten Geschäftsbereiche;
- ⊕ eine im Zeitablauf mit den aktuell beobachtbaren Werten vergleichbare **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch die geringe Kapitalintensität des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt;
- ⊕ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 1,10, das wir aus folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten (dabei weichen wir bewusst von den beobachteten beta-Werten ab, die bei ecotel typischerweise deutlich niedriger – laut Deutsche Börse auf Sicht von 250 Tagen bei 0,836 – liegen);

TABELLE 5: 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 2021 von 30,4x) für realistisch ansehen;

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

- ⊖ dass der **Grenzsteuersatz** des Unternehmens während der Grobplanungsphase in einer Bandbreite zwischen 30,0% und 31,0% liegen wird, ein realistischer Durchschnittswert für das nahezu ausschließlich in Deutschland tätige Unternehmen;
- ⊖ dass negative Freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden; diese auf dem **Axiom der Risikoaversion der Anleger** basierende Überlegung kommt bei dem nach unseren Schätzungen auch in den Anfangsjahren der Detailplanungsphase profitablen Unternehmen jedoch nicht zur Anwendung;

TABELLE 6: WACC, 2022E-2026E

Kosten des Eigenkapitals	%	8,1%	Berechnung nach Capital Asset Pricing Model (CAPM)
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	-0,2%	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 2.000 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	%	7,5%	
Kosten der Verschuldung nach Steuern		2,0%	
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	-0,2%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	3,0%	Entsprechend dem CDS von BBB gerateten Small Caps-Unternehmen
Default-Spread des Heimatmarktes	%	0,0%	In Deutschland vernachlässigbar
Kosten des Fremdkapitals vor Steuern	%	2,8%	
Steuerquote	%	30,0%	Einbeziehung des FK-verursachten Tax-Shields
Zielkapitalstruktur des Fremdkapitals	%	25,0%	
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,5%	
WACC basierend auf Marktwerten	%	8,0%	Für die Detailplanungsphase 2022e-2026e

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ⊖ dass die von ecotel im Zeitraum 2022e-2026e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 8,0% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,10 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von -0,2%, 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%)

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

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 300 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;

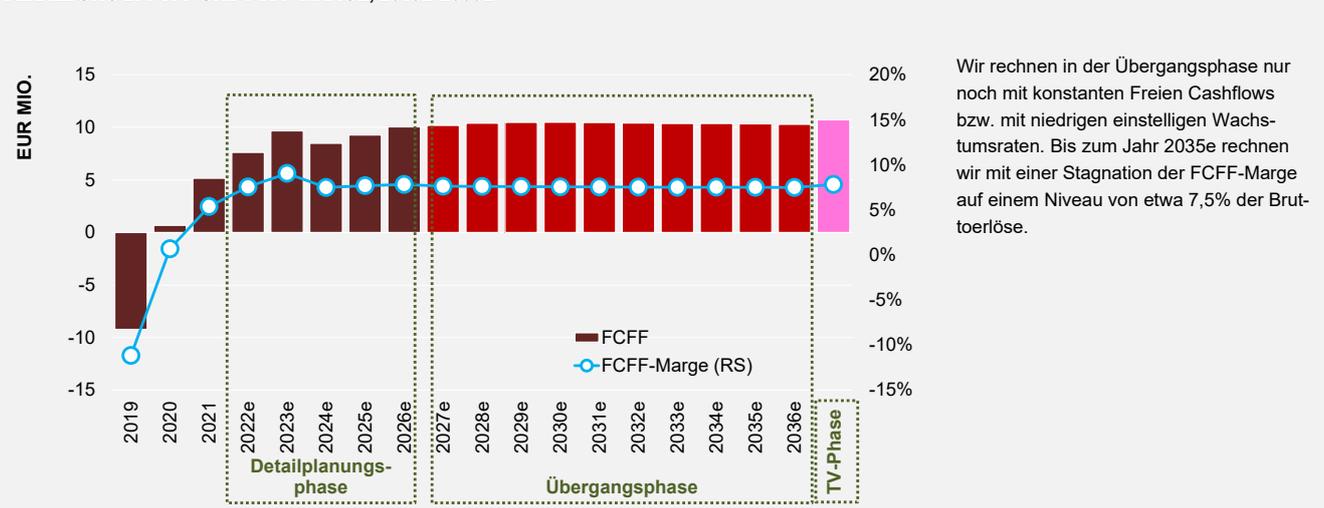
- ☉ dass ecotel in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang des beta-Faktors auf das Niveau des Marktportefeuilles (also 1,0) und damit der WACC von 8,0% (2022e-2026e) auf dann 4,8% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

Deutlich positive Entwicklung der Freien Cashflows

Aus unserem Bewertungsmodell ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Prognose der Freien Cashflows to the Firm (FCFF) für die Jahre 2022e bis 2036e. Erkennbar ist, wie ecotel nach unseren Schätzungen die Profitabilität zunächst deutlich verbessern wird, dann jedoch, nach Erreichen von Peak Earnings, das erreichte Effizienzniveau nicht weiter verbessern wird. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir nur noch Erhaltungs- und geringe Erweiterungsinvestitionen angenommen. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann modellimmanent unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen leichten Rückgang der Freien Cashflows to the Firm an, die dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Model- lendwertes darstellen.

Typische Lebenszykluskurve eines Unter-nehmens in der Wachstumsphase

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



Wir rechnen in der Übergangsphase nur noch mit konstanten Freien Cashflows bzw. mit niedrigen einstelligen Wachstumsraten. Bis zum Jahr 2035e rechnen wir mit einer Stagnation der FCFF-Marge auf einem Niveau von etwa 7,5% der Bruttoerlöse.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 144,7 Mio. bzw. EUR 41,20 je Aktie

Der Enterprise Value von ecotel liegt in unserem Modell bei EUR 135,4 Mio. Aus diesem werden 36,7% über den Terminal Value abgeleitet, 21,4% bzw. 42,0% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Zuzüglich der

Wert des Eigenkapitals von EUR 144,7 Mio. bzw. EUR 41,20 je Aktie

Nettofinanzposition (per Ende des Geschäftsjahres 2021) von ca. EUR 9,3 Mio. (bezogen auf das Excess Cash) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 144,7 Mio. bzw. EUR 41,20 je Aktie.

TABELLE 7: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

				Kommentar	Δ
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	2,8%		Synthetisches BBB Rating mit 10% PD, 10% RR und Default Spread 250 bps	⇔
Terminal Cost of Capital	%	5,4%		500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe	⇔
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	49,7		Ab 2036e durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) -0,2%	⇔
in % des Enterprise Value	%	36,7%			⇔
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	28,9		Für den Zeitraum 2022e-2026e mit Umsatz-CAGR von 6,0%	⇔
in % des Enterprise Value	%	21,4%			⇔
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	56,8		Für den Zeitraum 2026e-2036e mit Umsatz-CAGR von 1,1%	⇔
in % des Enterprise Value	%	42,0%			⇔
Enterprise Value	EUR Mio.	135,4			
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-3,1		Daten zum 31.12.2021 (Ende des Geschäftsjahres 2021)	⇔
Liquidität	EUR Mio.	12,4		Daten zum 31.12.2021 (Ende des Geschäftsjahres 2021)	⇔
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	144,7		Auf Sicht von 24 Monaten	⇔
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,5			⇔
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	41,20		Auf Sicht von 24 Monaten	⇔
Aktueller Kurs	EUR	25,80		Xetra-Schlusskurs vom 11.03.2022	
Erwartetes Kurspotenzial	%	59,7%		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. Dazu haben wir eine multivariate Analyse durchgeführt und die Ergebnisse des DCF-Modells nach den nachstehenden Kriterien und spezifischen Standardabweichungen (σ) getestet.

TABELLE 8: SENSITIVITÄTSPARAMETER DER MONTE-CARLO-SIMULATION

		Ist	σ
Umsatzwachstumsrate in der Grobplanungsphase	%	1,7%	5,0%
Umsatzwachstumsrate im Terminal Value	%	0,1%	1,0%
EBIT-Marge Grobplanungsphase	%	12,9%	5,0%
EBIT-Marge im Terminal Value	%	12,0%	5,0%
Steuerquote Grobplanungsphase/Terminal Value	%	30,0%	2,0%
Normalisierte Sales to Capital Ratio	%	-1,00	10,0%
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	6,3%	0,7%

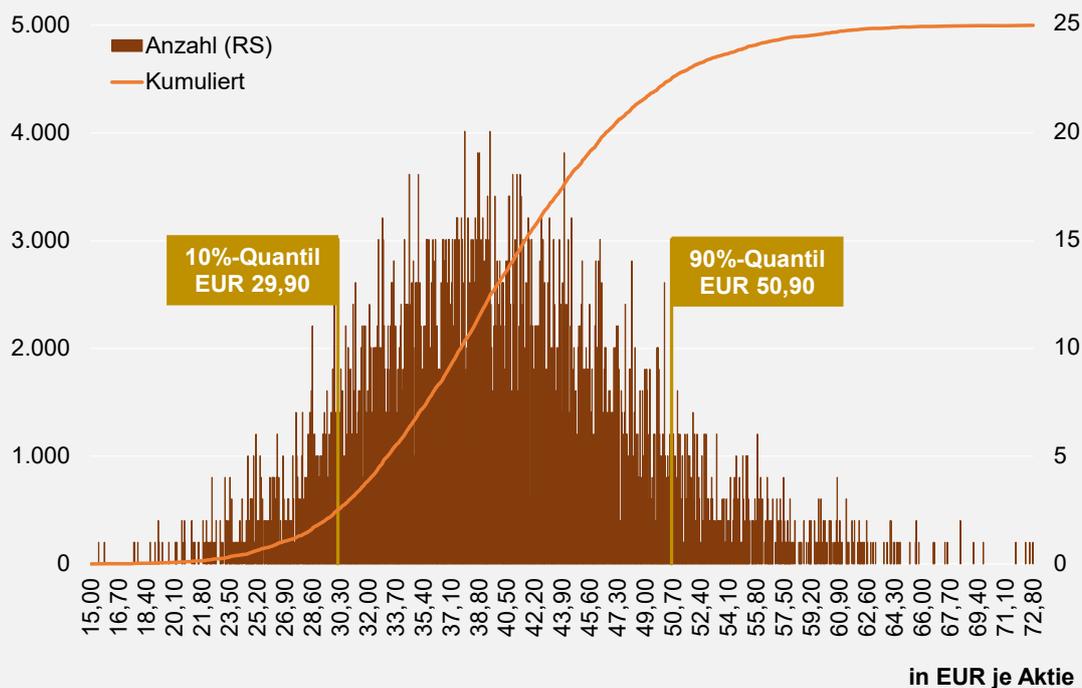
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Dabei wird zeigt sich, dass die 10%- bzw. 90%-Quantile Werte des Eigenkapitals von EUR 104,9 Mio. (EUR 29,90 je Aktie) bzw. EUR 178,7 Mio. (EUR 50,90 je Aktie) ergeben.

Monte-Carlo-Simulation mit 10%- bzw. 90%-Quantil-Kurszielen zwischen EUR 104,9 und 178,7 Mio. bzw. EUR 29,90 und EUR 50,90 je Aktie.

ABBILDUNG 3: 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 9: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ECOTEL-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs					Bewertung zum Kursziel				
		2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
KGV	x	14,3x	12,6x	11,2x	10,2x	9,4x	22,9x	20,2x	18,0x	16,4x	15,1x
EV/Umsatz	x	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x	0,4x	1,3x	1,2x	1,1x	0,9x	0,8x
EV/EBIT	x	5,7x	4,6x	3,7x	3,1x	2,5x	9,6x	8,0x	6,8x	5,9x	5,1x
KBV	x	4,0x	3,4x	2,9x	2,5x	2,2x	6,4x	5,4x	4,6x	4,0x	3,5x
Dividendenrendite	%	3,5%	3,9%	4,3%	5,0%	5,4%	2,2%	2,4%	2,7%	3,2%	3,4%

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:

- ⊕ **Anhebung oder das Erreichen des oberen Randes der Guidance;**
- ⊕ **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.

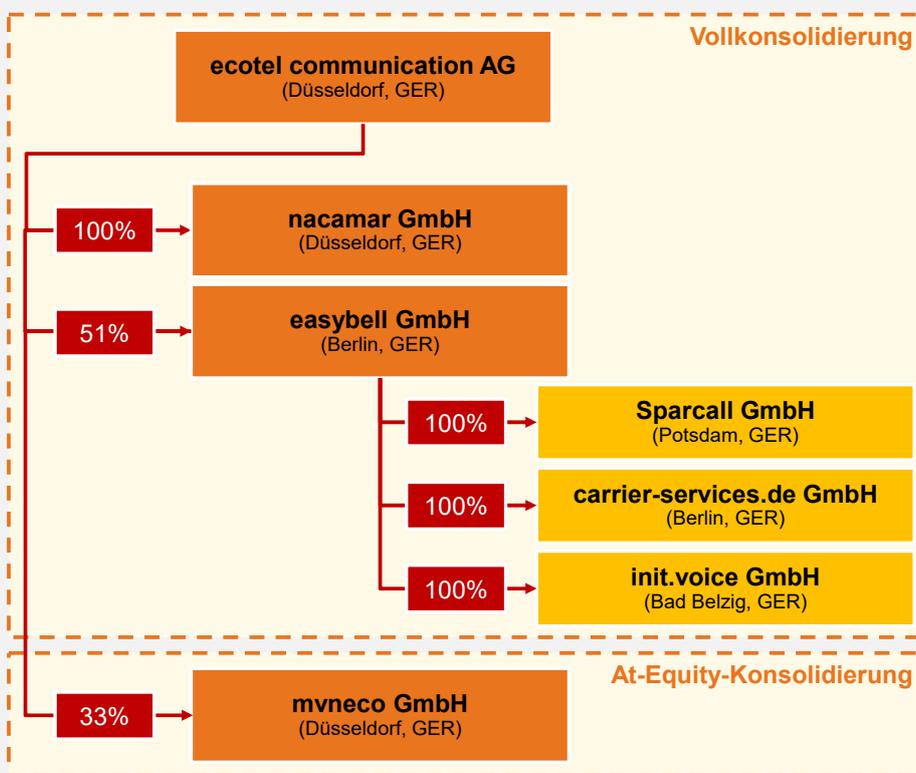
Aufgrund eines als „asset-light“ zu charakterisierenden Geschäftsmodells – womit ecotel im Gegensatz zur ansonsten kapitalintensiven Telekommunikationsindustrie steht – gehen wir zudem davon aus, dass ecotel seine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik fortsetzen und weiterhin mindestens 50% des Nachsteuerergebnisses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

Geschäftsmodell im Überblick

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 rund 55.000 Datenanschlüsse und über 440.000 Sprachkanäle bereit.

Firmensitz der Gesellschaft ist Düsseldorf

ABBILDUNG 4: KONSOLIDIERUNGSKREIS VON ECOTEL COMMUNICATION



Unterhalb der ecotel communication AG finden sich drei unmittelbare Beteiligungen: Die 2007 vollständig übernommene nacamar GmbH, die 2006 gegründete easybell GmbH und die mvneco GmbH; an den beiden letztgenannten Gesellschaften hält ecotel Anteile von 51% bzw. 33%.

Neben diesen direkt gehaltenen Beteiligungen gibt es drei weitere, mittelbare Beteiligungen, die jeweils zu 100% im Eigentum der easybell GmbH sind, für den Geschäftserfolg von ecotel aber ebenfalls unerheblich sind.

Weitere strategische Geschäftseinheiten (SGE) existieren nicht.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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

- ☛ Im Kernbereich **Geschäftskunden** (Umsatzanteil 2021: 48,3%) 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 2021: 23,4%) vermarktet ecotel Vorleistungsprodukte für Sprachdienste von und an nationale und internationale Telekommunikationsunternehmen und seit 2022 auch die Vermarktung von Datenleitungen für nationale und internationale Carrier. Der netzübergreifende Handel von Sprachminuten ist nicht nur wenig planbar, sondern auch ausgesprochen

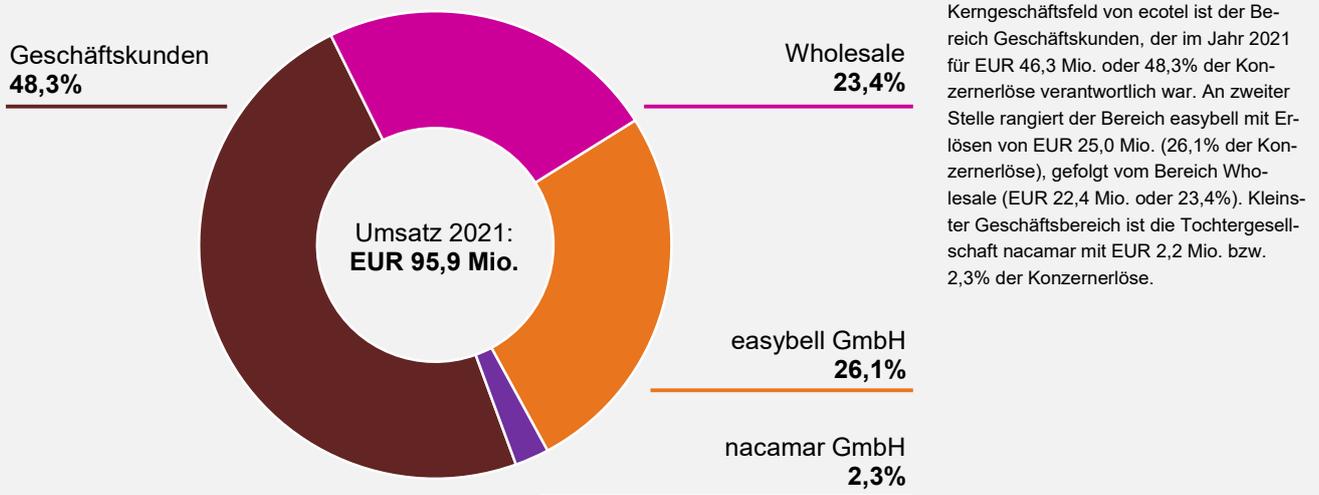
niedrigmargig, so dass der Einfluss dieses Bereiches nach Angabe des Unternehmens geschäftspolitisch sukzessive zurückgefahren werden wird.

Zwei weitere Geschäftsbereiche werden als operativ selbständige Tochtergesellschaften geführt:

- Ⓢ Das Berliner Unternehmen **easybell GmbH** (Umsatzanteil 2021: 26,1%), 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 2021: 2,3%) bietet Streamingdienste für Medienunternehmen an. Wir stufen nacamar als Non-Core-Asset ein und halten mittelfristig einen Verkauf des Unternehmens für die sinnvollste Option.

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

ABBILDUNG 5: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2021



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2018

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Erlöse	EUR Mio.	82,8	98,3	95,9	100,8	106,8	113,4	120,6
YoY	%	-16,3%	18,8%	-2,5%	5,2%	5,9%	6,2%	6,3%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,4	0,3	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,7	0,5	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Gesamtleistung	EUR Mio.	83,9	99,1	97,6	102,6	108,6	115,3	122,5
YoY	%	-15,9%	18,2%	-1,5%	5,1%	5,9%	6,1%	6,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-49,2	-60,6	-50,1	-52,3	-55,4	-59,2	-63,8
in % der Gesamtleistung	%	-58,6%	-61,1%	-51,4%	-51,0%	-51,0%	-51,4%	-52,0%
Rohertrag	EUR Mio.	34,7	38,5	47,5	50,3	53,2	56,1	58,8
YoY	%	5,9%	11,0%	23,2%	5,9%	5,8%	5,4%	4,8%
in % der Gesamtleistung	%	41,4%	38,9%	48,6%	49,0%	49,0%	48,6%	48,0%
Personalaufwand	EUR Mio.	-15,6	-16,3	-17,9	-19,0	-20,1	-21,3	-22,5
in % der Gesamtleistung	%	51,0	51,7	54,9	56,8	58,5	60,3	62,1
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-10,4	-10,7	-11,5	-10,3	-10,2	-10,0	-9,7
in % der Gesamtleistung	%	-12,4%	-10,8%	-11,7%	-10,0%	-9,4%	-8,7%	-7,9%
EBITDA	EUR Mio.	8,7	11,6	18,1	21,0	22,9	24,8	26,5
YoY	%	17,0%	32,7%	56,7%	15,9%	8,9%	8,3%	7,2%
in % der Gesamtleistung	%	10,4%	11,7%	18,6%	20,5%	21,0%	21,5%	21,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-7,2	-7,5	-7,5	-7,0	-7,1	-7,1	-7,2
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	14,0	15,8	17,6	19,3
YoY	%	-31,1%	171,0%	164,7%	31,5%	13,0%	11,7%	9,7%
YoY	EUR Mio.	-0,7	2,5	6,6	3,3	1,8	1,8	1,7
in % der Gesamtleistung	%	1,8%	4,1%	10,9%	13,6%	14,5%	15,3%	15,8%
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	13,9	15,7	17,5	19,2
in % der Gesamtleistung	%	1,5%	3,8%	10,8%	13,5%	14,4%	15,2%	15,7%
Steuern	EUR Mio.	-0,3	-1,1	-3,3	-4,3	-4,9	-5,4	-6,0
in % des EBT	%	-27,5%	-30,2%	-31,1%	-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	9,6	10,8	12,1	13,3
in % der Gesamtleistung	%	1,1%	2,7%	7,4%	9,3%	10,0%	10,5%	10,8%
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	-2,5	-3,3	-3,7	-4,0	-4,4
Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	-0,2	1,0	4,8	6,3	7,2	8,1	8,8
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	1,36	1,80	2,04	2,29	2,52
EPS (verwässert)	EUR	-0,05	0,28	1,36	1,80	2,04	2,29	2,52

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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	EUR Mio.	82,8	98,3	95,9	100,8	106,8	113,4	120,6
Geschäftskunden	EUR Mio.	46,9	46,3	46,3	48,5	50,5	52,1	53,2
Wholesale	EUR Mio.	15,4	28,3	22,4	22,5	23,3	24,8	27,2
easybell GmbH	EUR Mio.	18,6	21,5	25,0	28,5	32,2	36,0	39,9
nacamar GmbH	EUR Mio.	1,9	2,3	2,2	1,3	0,8	0,5	0,3
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-16,3%	18,8%	-2,5%	5,2%	5,9%	6,2%	6,3%
Geschäftskunden	%	-2,6%	-1,2%	-0,1%	4,8%	4,2%	3,1%	2,1%
Wholesale	%	-53,3%	83,9%	-20,7%	0,5%	3,5%	6,6%	9,8%
easybell GmbH	%	16,7%	15,3%	16,4%	14,1%	13,0%	11,8%	10,7%
nacamar GmbH	%	0,1%	20,2%	-1,5%	-40,0%	-40,6%	-41,2%	-41,8%
New Business	%	n/a						
in % der Bruttoumsätze	%	100,0%						
Geschäftskunden	%	56,7%	47,1%	48,3%	48,1%	47,3%	45,9%	44,1%
Wholesale	%	18,6%	28,7%	23,4%	22,3%	21,8%	21,9%	22,6%
easybell GmbH	%	22,5%	21,8%	26,1%	28,3%	30,1%	31,8%	33,1%
nacamar GmbH	%	2,3%	2,3%	2,3%	1,3%	0,7%	0,4%	0,2%
New Business	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertrag	EUR Mio.	33,6	37,7	45,7	48,5	51,4	54,2	56,8
Geschäftskunden	EUR Mio.	23,8	24,2	28,5	29,8	31,0	32,0	32,6
Wholesale	EUR Mio.	0,4	0,8	1,1	1,0	1,1	1,2	1,4
easybell GmbH	EUR Mio.	8,3	11,2	14,6	16,7	18,7	20,7	22,7
nacamar GmbH	EUR Mio.	1,1	1,5	1,5	0,9	0,5	0,3	0,2
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	4,9%	12,3%	21,3%	6,1%	5,9%	5,5%	4,9%
Geschäftskunden	%	0,7%	1,8%	17,7%	4,7%	4,0%	3,0%	2,0%
Wholesale	%	-6,9%	112,6%	27,1%	-0,5%	6,6%	9,8%	13,1%
easybell GmbH	%	18,9%	34,8%	31,1%	14,0%	11,8%	10,7%	9,6%
nacamar GmbH	%	9,7%	34,6%	3,0%	-40,6%	-41,2%	-41,8%	-42,4%
New Business	%	n/a						
in % der Umsätze	%	40,6%	38,3%	47,7%	48,1%	48,1%	47,8%	47,1%
Geschäftskunden	%	50,7%	52,3%	61,6%	61,5%	61,5%	61,4%	61,3%
Wholesale	%	2,5%	2,9%	4,7%	4,6%	4,8%	4,9%	5,1%
easybell GmbH	%	44,5%	52,1%	58,6%	58,6%	58,0%	57,4%	56,8%
nacamar GmbH	%	58,6%	65,6%	68,6%	67,9%	67,2%	66,5%	65,9%
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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBITDA	EUR Mio.	8,8	11,7	18,1	21,0	22,9	24,8	26,5
Geschäftskunden	EUR Mio.	4,3	4,8	8,6	9,5	10,1	10,6	10,9
Wholesale	EUR Mio.	0,1	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7
easybell GmbH	EUR Mio.	4,0	5,9	8,5	10,6	12,0	13,4	14,8
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	16,7%	32,8%	55,1%	15,9%	8,9%	8,3%	7,2%
Geschäftskunden	%	11,8%	10,2%	80,2%	10,1%	6,2%	5,1%	3,1%
Wholesale	%	33,3%	405,7%	12,1%	10,5%	6,6%	9,8%	13,1%
easybell GmbH	%	19,1%	46,7%	44,6%	25,5%	12,9%	11,7%	10,6%
nacamar GmbH	%	59,8%	61,5%	-12,5%	-40,0%	-40,6%	-41,2%	-41,8%
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	10,6%	11,9%	18,9%	20,8%	21,4%	21,8%	22,0%
Geschäftskunden	%	9,3%	10,3%	18,7%	19,6%	20,0%	20,4%	20,6%
Wholesale	%	0,6%	1,6%	2,2%	2,5%	2,5%	2,6%	2,7%
easybell GmbH	%	21,4%	27,3%	33,9%	37,3%	37,2%	37,2%	37,2%
nacamar GmbH	%	19,4%	26,1%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%
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	14,0	15,8	17,6	19,3
Geschäftskunden	EUR Mio.	-1,8	-1,5	2,6	3,7	4,3	4,9	5,3
Wholesale	EUR Mio.	0,1	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7
easybell GmbH	EUR Mio.	3,1	4,8	7,3	9,6	10,8	12,1	13,3
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-31,1%	170,9%	164,7%	31,5%	13,0%	11,7%	9,7%
Geschäftskunden	%	139,2%	-18,4%	-273,1%	41,3%	17,1%	13,1%	7,7%
Wholesale	%	33,3%	405,7%	12,2%	10,4%	6,6%	9,8%	13,1%
easybell GmbH	%	12,8%	54,2%	53,2%	31,8%	12,7%	11,6%	10,5%
nacamar GmbH	%	27,6%	103,7%	-25,2%	-39,4%	-52,5%	-53,0%	-53,4%
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	1,8%	4,1%	11,1%	13,9%	14,8%	15,6%	16,0%
Geschäftskunden	%	-3,9%	-3,3%	5,6%	7,6%	8,5%	9,4%	9,9%
Wholesale	%	0,6%	1,6%	2,2%	2,5%	2,5%	2,6%	2,7%
easybell GmbH	%	16,6%	22,1%	29,1%	33,7%	33,6%	33,5%	33,5%
nacamar GmbH	%	8,6%	14,6%	11,1%	11,2%	8,9%	7,2%	5,7%
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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	EUR Mio.	82,8	98,3	95,9	100,8	106,8	113,4	120,6
Deutschland	EUR Mio.	76,6	95,4	75,8	80,2	85,7	92,1	99,3
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	20,1	20,7	21,1	21,3	21,3
YoY	%	-16,3%	18,8%	-2,5%	5,2%	5,9%	6,2%	6,3%
Deutschland	%	10,5%	24,4%	-20,5%	5,8%	6,9%	7,5%	7,8%
EU	%	n/a						
USA	%	n/a						
Rest der Welt	%	-79,3%	-52,2%	587,3%	3,0%	2,0%	1,0%	-0,1%
in % der Umsätze	%	100,0%						
Deutschland	%	92,6%	97,0%	79,1%	79,5%	80,3%	81,2%	82,4%
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%	20,9%	20,5%	19,7%	18,8%	17,6%

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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	37,8	37,4	35,0	33,8	31,8	32,1	32,5
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	24,5	24,4	24,7	25,9	26,6	27,3	28,1
Goodwill	EUR Mio.	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	4,4	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nutzungsrechte	EUR Mio.	8,4	7,4	6,5	6,4	6,2	6,1	5,9
Sonstiges	EUR Mio.	2,8	3,2	9,3	10,7	11,5	12,4	13,3
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	11,1	10,5	8,5	6,5	4,1	3,6	3,3
Grundstücke	EUR Mio.	11,1	10,5	8,5	6,5	4,1	3,6	3,3
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	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	18,7	16,1	24,3	23,4	32,3	39,8	48,0
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	10,6	11,0	11,6	12,2	12,8
DSO	d	32	26	40	39	39	39	38
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	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,4	0,4	0,6	1,0	1,5	2,2	3,3
Liquide Mittel	EUR Mio.	8,3	7,8	12,6	11,1	19,1	25,3	31,8
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	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2
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	61,1	59,1	66,1	74,0	82,7

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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Eigenkapital	EUR Mio.	22,2	23,4	29,1	29,1	34,9	41,5	48,7
Eigenkapitalquote	%	39,0%	43,4%	47,6%	49,3%	52,9%	56,1%	58,9%
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	18,7	17,2	21,2	25,7	30,7
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	4,8	6,4	8,3	10,3	12,5
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	20,8	19,5	20,7	22,2	23,7
Bankschulden	EUR Mio.	1,750	2,4	2,4	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
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	10,5	9,1	11,0	12,0	13,1	14,3	15,6
DPO	d	46	33	41	43	44	45	47
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	6,1	6,2	6,4	6,6	6,8
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	8,1	7,3	7,1	6,9	6,7
Bankschulden	EUR Mio.	5,500	3,1	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	7,4	6,5	5,7	5,6	5,4	5,3	5,2
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,7	2,4	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
Passive latente Steuern	EUR Mio.	1,3	1,7	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	56,8	53,9	61,1	59,1	66,1	74,0	82,7
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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Langfristiges Vermögen	%	66,5%	69,4%	57,3%	57,2%	48,0%	43,3%	39,3%
Immaterielles Vermögen	%	43,2%	45,2%	40,4%	43,9%	40,2%	36,9%	33,9%
Goodwill	%	15,6%	16,5%	14,5%	15,0%	13,4%	12,0%	10,7%
Immaterielles Vermögen	%	7,8%	9,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nutzungsrechte	%	14,9%	13,8%	10,7%	10,8%	9,4%	8,2%	7,1%
Sonstiges	%	4,9%	6,0%	15,2%	18,1%	17,4%	16,7%	16,1%
Sachanlagevermögen	%	19,6%	19,5%	13,9%	11,1%	6,1%	4,9%	4,0%
Grundstücke	%	19,6%	19,5%	13,9%	11,1%	6,1%	4,9%	4,0%
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%	1,8%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%
Beteiligungen	%	1,8%	2,1%	1,8%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steueransprüche	%	2,0%	2,5%	1,1%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	32,8%	29,8%	39,8%	39,6%	48,9%	53,8%	58,1%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	13,1%	13,4%	17,4%	18,7%	17,5%	16,4%	15,5%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	%	4,4%	1,2%	0,6%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	0,7%	0,8%	1,0%	1,7%	2,2%	3,0%	4,0%
Liquide Mittel	%	14,5%	14,4%	20,7%	18,9%	28,9%	34,3%	38,5%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	0,7%	0,8%	2,9%	3,2%	3,0%	2,8%	2,7%
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 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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Eigenkapital	%	39,0%	43,4%	47,6%	49,3%	52,9%	56,1%	58,9%
Grundkapital	%	6,2%	6,5%	5,7%	5,9%	5,3%	4,7%	4,2%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,5%	3,3%	3,4%	3,0%	2,7%	2,4%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	23,6%	26,8%	30,7%	29,1%	32,0%	34,8%	37,1%
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%	7,9%	10,9%	12,5%	13,9%	15,1%
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%	34,0%	33,0%	31,4%	30,0%	28,7%
Bankschulden	%	3,1%	4,5%	4,0%	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%
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	%	2,1%	2,3%	2,1%	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	18,5%	16,9%	18,1%	20,3%	19,7%	19,3%	18,9%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	7,6%	7,5%	9,9%	10,6%	9,7%	9,0%	8,3%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	27,4%	22,3%	13,3%	12,3%	10,7%	9,3%	8,1%
Bankschulden	%	9,7%	5,7%	1,1%	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%	9,3%	9,4%	8,2%	7,1%	6,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	4,7%	4,5%	2,9%	2,9%	2,5%	2,2%	1,9%
Passive latente Steuern	%	2,3%	3,2%	5,1%	5,5%	5,0%	4,6%	4,3%
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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,9	2,6	7,3	9,6	10,8	12,1	13,3
Abschreibungen	EUR Mio.	7,2	7,5	7,5	7,0	7,1	7,1	7,2
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	-3,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,3	1,9	0,1	-0,2	-0,4	-0,7	-1,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,3	-0,7	0,4	0,1	-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	1,9	0,9	1,1	1,2	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	1,4	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	15,4	17,5	18,3	19,3	20,3
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	-0,3	-1,2	-0,6	-0,7	-0,8
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-9,4	-6,9	-5,5	-5,1	-4,6	-6,7	-6,8
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	11,9	1,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-6,3	-5,9	-4,9	-6,3	-5,2	-7,4	-7,6
Free Cashflow	EUR Mio.	3,6	4,4	10,5	11,3	13,1	11,9	12,7
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	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	-2,4	-3,1	0,0	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	-7,9	-3,2	-3,5	-3,9
Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-1,0	-1,5	-1,2	-1,6	-1,8	-2,0	-2,2
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-10,2	-0,4	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-1,5	-4,9	-5,6	-12,8	-5,1	-5,7	-6,2
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	2,2	-0,5	4,9	-1,5	8,0	6,2	6,5
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	12,6	11,1	19,1	25,3
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	8,3	7,8	12,6	11,1	19,1	25,3	31,8

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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	82,8	98,3	95,9	100,8	106,8	113,4	120,6
Rohertrag	EUR Mio.	34,7	38,5	47,5	50,3	53,2	56,1	58,8
EBITDA	EUR Mio.	8,7	11,6	18,1	21,0	22,9	24,8	26,5
EBIT	EUR Mio.	1,5	4,0	10,6	14,0	15,8	17,6	19,3
EBT	EUR Mio.	1,2	3,8	10,5	13,9	15,7	17,5	19,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,9	2,6	7,3	9,6	10,8	12,1	13,3
Anzahl Mitarbeiter	X	261	271	281	289	297	305	313
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	8,85	11,20	34,40	37,80			
Kurs Tief	EUR	6,10	5,50	8,85	23,00			
Kurs Durchschnitt	EUR	7,45	7,14	19,04	29,04			
Kurs Schlusskurs	EUR	6,55	9,05	34,00	25,80	25,80	25,80	25,80
EPS	EUR	-0,05	0,28	1,36	1,80	2,04	2,29	2,52
BVPS	EUR	5,35	5,65	6,91	6,46	7,60	8,90	10,32
CFPS	EUR	2,84	2,92	4,40	5,00	5,22	5,50	5,78
Dividende	EUR	0,13	0,14	2,25	0,90	1,00	1,10	1,30
Kursziel	EUR							41,20
Performance bis Kursziel	%							59,7%
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	10,5%	11,8%	18,9%	20,8%	21,4%	21,8%	22,0%
EBIT-Marge	%	1,8%	4,1%	11,1%	13,9%	14,8%	15,6%	16,0%
EBT-Marge	%	1,5%	3,8%	11,0%	13,8%	14,7%	15,5%	15,9%
Netto-Marge	%	1,1%	2,7%	7,6%	9,5%	10,1%	10,7%	11,0%
FCF-Marge	%	4,4%	4,5%	11,0%	11,2%	12,3%	10,5%	10,5%
ROE	%	4,0%	11,3%	25,0%	32,9%	31,0%	29,1%	27,2%
NWC/Umsatz	%	-3,7%	-1,9%	-0,5%	-0,9%	-1,4%	-1,9%	-2,3%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	317	363	341	349	360	372	385
Pro-Kopf-EBIT	EURk	5,7	14,8	37,8	48,4	53,2	57,8	61,8
Capex/Umsatz	%	11,3%	7,1%	5,7%	5,0%	4,3%	5,9%	5,7%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	-16,3%	18,8%	-2,5%	5,2%	5,9%	6,2%	6,3%
Rohertrag	%	5,9%	11,0%	23,2%	5,9%	5,8%	5,4%	4,8%
EBITDA	%	17,0%	32,7%	56,7%	15,9%	8,9%	8,3%	7,2%
EBIT	%	-31,1%	171,0%	164,7%	31,5%	13,0%	11,7%	9,7%
EBT	%	-39,4%	206,9%	179,7%	31,7%	13,0%	11,7%	9,7%
Nettoergebnis	%	-35,7%	195,4%	176,0%	31,9%	13,0%	11,7%	9,7%
EPS	%	n/a	n/a	378,3%	32,3%	13,4%	12,3%	9,8%
CFPS	%	49,3%	3,0%	50,5%	13,6%	4,6%	5,2%	5,1%
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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	37,8	37,4	35,0	33,8	31,8	32,1	32,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	18,7	16,1	24,3	23,4	32,3	39,8	48,0
Eigenkapital	EUR Mio.	22,2	23,4	29,1	29,1	34,9	41,5	48,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	34,7	30,5	32,0	30,0	31,1	32,5	34,0
EK-Quote	%	39,0%	43,4%	47,6%	49,3%	52,9%	56,1%	58,9%
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	-0,4	-0,9	-1,5	-2,1	-2,8
Capital Employed	EUR Mio.	32,6	33,0	32,7	31,5	29,2	28,8	28,5
Asset Turnover	x	1,5	1,8	1,6	1,7	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	120,7	132,7	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	21,4	19,3	31,1	80,7	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	26,1	25,1	66,8	101,9	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	23,0	31,8	119,3	90,6	90,6	90,6	90,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-1,0	-2,3	-9,6	-11,1	-19,1	-25,3	-31,8
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	111,2	121,5	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	20,4	17,0	21,5	69,6	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	25,1	22,8	57,3	90,8	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	22,0	29,5	109,8	79,4	71,4	65,2	58,7
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,4	0,4	1,2	1,2	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,2	0,2	0,2	0,7	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,3	0,2	0,6	0,9	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,3	0,3	1,1	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA Hoch	x	20,3	9,2	10,5	8,7	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	13,8	4,2	2,0	5,0	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	17,0	5,7	5,4	6,5	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	14,8	7,3	10,3	5,7	4,5	3,7	3,0
EV/EBIT Schlusskurs	x	17,9	7,8	10,4	5,7	4,6	3,7	3,1
KGV Hoch	x	n/a	39,3	25,2	21,0	0,0	0,0	0,0
KGV Tief	x	n/a	19,3	6,5	12,8	0,0	0,0	0,0
KGV Durchschnitt	x	n/a	25,1	14,0	16,1	0,0	0,0	0,0
KGV Schlusskurs	x	n/a	31,8	25,0	14,3	12,6	11,2	10,2
KBV Schlusskurs	x	1,2	1,6	4,9	4,0	3,4	2,9	2,5
KCF Durchschnitt	x	2,6	2,4	4,3	5,8	0,0	0,0	0,0
FCF-Yield	%	15,7%	13,9%	8,8%	12,4%	14,5%	13,1%	14,0%
Dividendenrendite	%	2,0%	1,5%	6,6%	3,5%	3,9%	4,3%	5,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	Terminal year
Umsatz	EUR Mio.	100,8	106,8	113,4	120,6	128,4	133,7	136,7	138,1	138,6	138,6	138,4	138,1	137,8	137,6	137,3	137,0
YoY	%	5,2%	5,9%	6,2%	6,3%	6,5%	4,1%	2,3%	1,0%	0,3%	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
EBIT	EUR Mio.	14,0	15,8	17,6	19,3	21,0	21,8	22,2	22,4	22,4	22,4	22,3	22,2	22,1	22,0	21,9	21,8
EBIT-Marge	%	13,9%	14,8%	15,6%	16,0%	16,3%	16,3%	16,3%	16,2%	16,2%	16,1%	16,1%	16,1%	16,0%	16,0%	15,9%	16,0%
Steuern	EUR Mio.	-4,3	-4,9	-5,4	-6,0	-6,5	-6,5	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-6,6	-6,6	-6,6	-6,5
Steuerquote (τ)	%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,0%										
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	6,4	7,3	8,2	9,0	9,7	10,3	10,5	10,6	10,6	10,6	10,5	10,5	10,4	10,4	10,3	10,3
Reinvestment	EUR Mio.	1,2	2,4	0,3	0,3	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,4
FCFF	EUR Mio.	7,6	9,7	8,5	9,3	10,0	10,2	10,4	10,5	10,5	10,5	10,4	10,4	10,3	10,3	10,2	10,7
WACC	%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,7%	7,4%	7,1%	6,7%	6,4%	6,1%	5,8%	5,4%	5,1%	4,8%	
Diskontierungssatz	%	92,6%	85,7%	79,3%	73,4%	68,0%	63,1%	58,8%	54,9%	51,4%	48,3%	45,6%	43,1%	40,8%	38,9%	37,1%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	7,1	8,3	6,7	6,8	6,8	6,4	6,1	5,8	5,4	5,1	4,7	4,5	4,2	4,0	3,8	
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	49,7															
in % des Enterprise Value	%	36,7%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	28,9															
in % des Enterprise Value	%	21,4%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	56,8															
in % des Enterprise Value	%	42,0%															
Enterprise Value	EUR Mio.	135,4															
Finanzschulden	EUR Mio.	-3,1															
Excess Cash	EUR Mio.	12,4															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	144,7															
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)
14.03.2022 / 08:00 Uhr	EUR 41,20 / EUR 25,80	Buy, Gültigkeit 24 Monate	8
09.03.2022 / 08:45 Uhr	EUR 41,20 / EUR 24,20	Buy, Gültigkeit 24 Monate	8
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 14.03.2022 um 07:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 25,80.