

ecotel communication

Reuters: E4DG.F

Bloomberg: E4C:GR

Attraktive Mittelfrist-Guidance

Dass die Aktien von ecotel communication nach Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2023 unter Druck gekommen sind, kann aus unserer Sicht nur darauf zurückzuführen sein, dass die für das laufende Geschäftsjahr abgegebene Guidance des Jahresüberschusses als Enttäuschung eingestuft wurde. Alle anderen Bestandteile der wie üblich detaillierten Prognose für das Jahr 2024e, die zum Teil prozentual zweistellige Umsatz- und Ertragssteigerungen vorsehen, dürften dagegen aus unserer Sicht eher am oberen Rand der allgemeinen Markterwartungen gelegen haben, so wie im Übrigen auch die erstmals veröffentlichte Mittelfristplanung, die für 2025e und 2026e nicht nur deutliche Umsatzzuwächse, sondern auch einen Anstieg des operativen EBITDA um bis zu 25% (2025e) bzw. 35% (2026e) vorsieht. Weil damit die operative Entwicklung nochmals deutlich über den in den Vorjahren erzielten Wachstumsraten liegen dürfte, bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der ecotel communication AG. Unser Kursziel passen wir dagegen, aufgrund einer im Vergleich zum vorherigen Stichtag niedrigeren Nettofinanzposition und leicht verringerter Umsatz- und Ertragsschätzungen für 2025e und 2026e, auf EUR 40,40 von bislang EUR 43,00 je Aktie an. Auf Sicht von 24 Monaten entspricht dies einem erwarteten Kurssteigerungspotenzial im Base-Case-Szenario (ohne Einbeziehung der zwischenzeitlich vereinnahmten Dividenden) von 159,0%.

Geschäftsjahr 2023 auf Konzernebene im Überblick

Im vergangenen Jahr wurde der **Konzernumsatz** auf EUR 106,3 Mio. (Vorjahr: EUR 94,1 Mio., +13,0% YoY) gesteigert, beim ausgewiesenen **EBITDA** ergab sich dagegen ein Rückgang auf EUR 12,4 Mio. (Vorjahr: EUR 23,7 Mio., -47,7% YoY). Ursächlich hierfür waren deutlich höhere Sondererträge aus der Übertragung von Nutzungsrechten an Internetressourcen, von denen ecotel im Vorjahr profitieren konnte (2022: EUR 14,9 Mio. gegenüber 2023: EUR 3,9 Mio.). Bereinigt um Einmaleffekte (zu denen ecotel insbesondere außerplanmäßige Erträge aus dem Verkauf von Nutzungsrechten an Internetressourcen, Bewertungseffekte aus Aktienoptionsplänen, Restrukturierungsmaßnahmen, unvorhersehbare Energiepreisschwankungen und Eingriffe der Regulierungsbehörden zählt) wurde im Geschäftsjahr 2023 ein **operatives EBITDA** in Höhe von EUR 9,0 Mio. erzielt (Vorjahr: EUR 8,8 Mio., +2,0% YoY). Unter dem Strich wurde ein **Konzernüberschuss nach Anteilen Dritter** in Höhe von EUR 7,4 Mio. (Vorjahr EUR 67,5 Mio. inklusive des Ergebnisses aus nicht fortgeführten Geschäftsbereichen) bzw. ein EPS von EUR 2,12 (Vorjahr EUR 19,46) ausgewiesen. ecotel communication ist weiterhin finanzschuldenfrei.

Rating: Buy **Risiko:** Niedrig

Kurs: EUR 15,60

Kursziel: EUR 40,40 (bislang: EUR 43,00)

WKN / ISIN: 585434 / DE0005854343

Indizes: -

Transparenzlevel: Deutsche Börse Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 3,510 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 54,8 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.500 Aktien

Q1/2024: 08. Mai 2024

GuV (EUR Mio.)	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	106,3	109,9	120,7	132,9
EBITDA	12,4	10,0	12,3	15,3
EBIT	7,7	4,6	6,9	9,9
EBT	8,2	4,6	6,9	9,9
EAT	5,7	3,2	4,8	6,9

% der Umsätze	2023	2024e	2025e	2026e
EBITDA	11,7%	9,1%	10,2%	11,5%
EBIT	7,2%	4,2%	5,7%	7,5%
EBT	7,7%	4,2%	5,8%	7,5%
EAT	5,3%	2,9%	4,0%	5,2%

Je Aktie (EUR)	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	2,12	0,91	1,37	1,95
Dividende	0,47	0,50	0,70	1,00
Buchwert	6,76	7,20	8,07	9,32
Cashflow	1,74	2,74	3,19	3,80

Bilanz (%)	2023	2024e	2025e	2026e
EK-Quote	50,1%	50,8%	52,0%	53,7%
Gearing	0%	0%	0%	0%

Multiples (x)	2023	2024e	2025e	2026e
KGV	8,2	17,1	11,4	8,0
EV/Umsatz	0,53	0,44	0,37	0,29
EV/EBIT	7,4	10,4	6,4	3,9
KBV	2,6	2,2	1,9	1,7

Guidance (EUR Mio.)	2024e	2025e	2026e
Umsatz	108-112	+10%	+10%
EBITDA (operativ)	9-10	+25%	+35%



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Geschäftsjahr 2023 auf Segmentebene im Überblick

Im Segment Geschäftskunden wurde mit EUR 46,2 Mio. (Vorjahr: EUR 45,6 Mio., +1,2% YoY) erstmals nach fünf Jahren wieder ein Zuwachs erzielt. Dieser ist Ergebnis der in den Vorjahren durchgeführten Investitionen in Cloud und Fiber, wo ecotel vom fortschreitenden Ausbau der Glasfasertechnologie und den darauf basierenden Datenumsätzen sowie von der Positionierung im Markt der softwarebasierten Vernetzung (SD-WAN, IP- und MPLS-VPNs) profitiert. Nach unserer Einschätzung werden sich in diesem Segment die Wachstumsraten in den kommenden Jahren deutlich erhöhen, was auf die Gewinnung mehrerer Großaufträge zurückzuführen ist. Aufgrund der damit verbundenen Anfangsverluste ging das operative EBITDA des Segments auf EUR 7,8 Mio. (Vorjahr: EUR 8,3 Mio.) zurück.

Deutlich stärker konnten die Erlöse im Segment Wholesale gesteigert werden, und zwar um 26,7% auf EUR auf 60,1 Mio. (Vorjahr: EUR 47,5 Mio.). Ursächlich für diese Entwicklung war zum einen, dass Umsätze mit dem ehemaligen Segment easybell (EUR 6,4 Mio.) seit der Veräußerung im Jahr 2022 nicht mehr in der Konzernrechnung eliminiert, sondern im Segment Wholesale ausgewiesen werden; zum anderen konnte der netzübergreifende Handel mit Telefonie-Minuten deutlich (EUR 6,1 Mio.) gesteigert werden. Auch in der Vermarktung von Datenleitungen für nationale und internationale Carrier (EUR 0,8 Mio.) konnte ecotel die Erlöse steigern. Bei nahezu konstanten operativen Aufwendungen wurde das operative EBITDA im Jahresvergleich auf EUR 1,2 Mio. verdoppelt.

Guidance 2023 in (nahezu) allen Aspekten erreicht oder übertroffen

Die mit dem Neunmonatsbericht präzierte Guidance 2023 wurde mit einer Ausnahme – dem erwarteten operativen EBITDA im Segment Geschäftskunden – erreicht (✓) bzw. übertroffen (✓✓):

TABELLE 1: VERGLEICH GUIDANCE 2023 MIT IST-ZAHLEN

		2022		2023		
			Ursprüngliche Guidance	Anpassung November 2023	Ist-Zahlen	
Umsatz	EUR Mio.	93,3	95,0-100,0	95,0-100,0	106,3	✓✓
davon Segment Geschäftskunden	EUR Mio.	45,6	46,0-48,0	Eher Untergrenze	43,2	✓
davon Segment Wholesale	EUR Mio.	47,5	48,0-52,0	Evtl. über Obergrenze	60,2	✓✓
Rohertrag	EUR Mio.	31,2	31,0-33,0	31,0-33,0	32,1	✓
Operatives EBITDA*	EUR Mio.	9,2	9,0-10,0	~9,0	9,0	✓
davon Segment Geschäftskunden	EUR Mio.	8,4	>8,5	>8,5	7,8	✗
davon Segment Wholesale	EUR Mio.	0,6	0,5-1,0	0,5-1,0	1,2	✓✓
Konzernergebnis	EUR Mio.	67,5	4,0	4,0	7,4	✓

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

* bereinigt um Einmaleffekte

Guidance 2024e bestätigt Entwicklung des Vorjahres

Wie bei ecotel communication üblich, wurde zusammen mit dem Geschäftsbericht 2023 auch eine erste Umsatz- und Ergebnis-Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2024e

veröffentlicht. Danach rechnet ecotel communication für das Gesamtjahr 2024e mit einer Umsatz Bandbreite zwischen EUR 108 und 112 Mio. und einem operativen EBITDA in einem Korridor von EUR 9 bis 10 Mio. Die anhaltende Umsatzverschiebung hin zum höhermargigen Segment Geschäftskunden könnte auf Konzernebene einen Anstieg der EBITDA-Marge auf bis zu 8,9% zur Folge haben. Die weiteren Bestandteile der wie üblich sehr detailliert gehaltenen Guidance auf Konzern- und Segmentebene haben wir in der nachstehenden Tabelle zusammengefasst:

TABELLE 2: GUIDANCE 2024E

		2023	2024e			
			Untergrenze	Obergrenze	Tendenz	Sphene Capital
Umsatz	EUR Mio.	106,3	108,0	112,0	↔	109,9
davon Segment Geschäftskunden	EUR Mio.	43,2	48,0	52,0	↗↗	50,4
davon Segment Wholesale	EUR Mio.	60,2	50,0	60,0	↘	59,5
Rohertrag	EUR Mio.	32,1	33,0	35,0	↗	35,5
davon Segment Geschäftskunden	EUR Mio.	30,2	31,0	33,0	↗	33,0
davon Segment Wholesale	EUR Mio.	1,9	2,0	3,0	↗	2,5
Operatives EBITDA*	EUR Mio.	9,0	9,0	10,0	↗	10,0
davon Segment Geschäftskunden	EUR Mio.	7,8	8,0	9,0	↗	8,8
davon Segment Wholesale	EUR Mio.	1,2	~1		↔	1,2
Konzernergebnis	EUR Mio.	7,4	>2		↘	3,2

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* bereinigt um Einmaleffekte

Attraktive Mittelfrist-Guidance 2025e und 2026e

Darüber hinaus wurde eine Mittelfrist-Guidance für die Jahre 2025e und 2026e ausgegeben. Diese basiert auf den bereits realisierten Akquisitionen mehrerer Großkunden im Segment Geschäftskunden, die sich sukzessive im Umsatz auswirken werden.

TABELLE 3: GUIDANCE 2025E-2026E

		2025e		2026e	
		Guidance	Sphene Capital	Guidance	Sphene Capital
Umsatz	%	+10%	+9,8%	+10%	+10,1%
Operatives EBITDA*	%	+25%	+22,7%	+35%	+24,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* bereinigt um Einmaleffekte

Anpassung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen 2024e-2026e

Nach der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2023 und der Managementervartungen für 2024e-2026e haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen angepasst

und rechnen nun, ohne Berücksichtigung externen Wachstums oder weiterer Einmal-
effekte, mit folgender Entwicklung auf Konzernebene:

TABELLE 4: ANPASSUNG UNSERER UMSATZ- UND ERGEBNISSCHÄTZUNGEN, 2024E-26E

		2024e			2025e			2026e		
		neu	alt	Δ	neu	alt	Δ	neu	alt	Δ
Umsatz	EUR Mio.	109,9	117,2	-6,3%	120,7	132,0	-8,6%	132,9	n/a	n/a
Rohertrag	EUR Mio.	36,9	39,7	-6,9%	42,2	46,5	-9,2%	48,6	n/a	n/a
Rohertragsmarge	%	33,6%	33,9%	-23pp	35,0%	35,2%	-23pp	36,6%	n/a	n/a
EBIT	EUR Mio.	4,6	6,5	-28,2%	6,9	8,8	-21,4%	9,9	n/a	n/a
in % der Umsatzerlöse	%	4,2%	5,5%	-130pp	5,7%	6,7%	-94pp	7,5%	n/a	n/a
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	3,2	5,2	-38,0%	4,8	6,8	-29,7%	6,9	n/a	n/a
EPS	EUR	0,91	1,47	-38,0%	1,37	1,94	-29,7%	1,95	n/a	n/a

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Dividende in Höhe von EUR 0,47 je Aktie

Der am 28. Juni 2024 stattfindenden Hauptversammlung wird eine Dividende von EUR 0,47 je Aktie vorgeschlagen. Dies entspricht einer Ausschüttungsquote von 50% des bereinigten Ergebnisses je Aktie. Die Dividendenrendite liegt damit bei aktuell rund 3,0%.

Wir bewerten das Eigenkapital der ecotel communication AG anhand eines dreiphasigen DCF-Entity-Modells (Base-Case-Szenario), das die langfristigen und stabilen Ertragsperspektiven des Unternehmens aus unserer Sicht am besten widerspiegelt. Nach der Anpassung unserer Ertragsprognosen und der Diskontierungssätze errechnen wir ein Kursziel von EUR 40,40 (bislang EUR 43,00) 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 31,50 (10%-Quantil) und EUR 52,30 (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 communication auf Basis unserer Kapital- und Ertragsschätzungen des Jahres 2028e ein Wert des Eigenkapitals von EUR 47,50 je Aktie (diskontiert mit den Kosten des Eigenkapitals entspricht dies einem Barwert von EUR 31,20 je Aktie) – mit im Zeitablauf deutlich steigender Tendenz, was aus unserer Sicht die Sinnhaftigkeit eines langfristigen Engagements in die Aktien der ecotel communication verdeutlicht.

Aus den Peergroup-Multiples errechnet sich auf Basis der Consensus-Schätzungen 2025e anhand des von uns präferierten profitabilitätsadjustierten EV/Umsatz-Multiples 2025e ein Kursziel von EUR 42,50 je Aktie (+172,4% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 15,60). Auch unter Zugrundelegung signifikanter Bewertungsabschläge aufgrund der geringeren Größe von ecotel communication werden damit die Ergebnisse unserer fundamentalanalytischen Bewertungsverfahren bestätigt, die eine deutliche Unterbewertung der ecotel communication-Aktien anzeigen.

Angesichts eines von uns auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurssteigerungspotenzials im Base-Case-Szenario (ohne Einbeziehung der zwischenzeitlich vereinnahmten Dividenden) von 159,0% bekräftigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der ecotel communication AG.

Anpassung unseres DCF-Kursziels auf EUR 40,40 von EUR 43,00

Unverändert rechnen wir mittelfristig angesichts der strategischen Verschiebung des Produktportefeuilles hin zu den höhermargigen Produkten aus dem Segment Geschäftskunden mit einem deutlichen Anstieg des operativen EBITDA sowie der darauf basierenden EBITDA-Marge.

Wir errechnen aus unserem dreistufigen Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) einen Enterprise Value in Höhe von EUR 138,2 Mio. Zuzüglich der Nettofinanzposition (per 12/2023) in Höhe von EUR 3,6 Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 141,8 Mio. Bei 3,510 Mio. Stück ausstehenden Stammaktien entspricht dies einem Wert von EUR 40,40 je Aktie.

Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 15,60 errechnet sich aus dem von uns ermittelten Wert des Eigenkapitals eine auf Sicht von 24 Monaten erwartete Kurssteigerung von 159,0%. Wir bestätigen dementsprechend unser Buy-Rating für die Aktien der ecotel communication AG.

Angesichts der mittelfristig erwarteten Ergebnissteigerungen sehen wir in einem langfristig angelegten Discounted-Cashflow-Modell das geeignete Verfahren zur Bewertung von ecotel communication.

TABELLE 5: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

		alt	neu	Δ	Kommentar
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	2,8%	2,8%	⇒	Synthetisches A- Rating mit 25% RR und Default Spread 170 bps
Terminal Cost of Capital	%	8,0%	7,6%	⇩	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	44,8	45,9	⇒	Ab 2038e mit erwarteter durchschnittlicher jährlicher Umsatzwachstumsrate (CAGR) von 2,5%
in % des Enterprise Value	%	31,1%	33,2%	⇧	
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	30,0	29,5	⇒	Rückgang durch Verkauf von easybell. Im Zeitraum 2023-28e mit Umsatz-CAGR von 8,3%
in % des Enterprise Value	%	20,8%	21,4%	⇒	
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	69,3	62,8	⇩	Für den Zeitraum 2028e-38e mit einer erwarteten Umsatz-CAGR von 3,2%
in % des Enterprise Value	%	48,1%	45,5%	⇩	
Enterprise Value	EUR Mio.	144,1	138,2	⇩	
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	⇒	Daten zum 31.12.2023
Liquidität	EUR Mio.	6,9	3,6	⇩	Daten zum 31.12.2023
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	151,0	141,8	⇩	
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,5	3,5	⇒	
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	43,00	40,40	⇩	Kursziel auf Sicht von 24 Monaten
Aktueller Kurs	EUR		15,60		Xetra-Schlusskurs vom 15.03.2024
Erwartetes Kurspotenzial	%		159,0%		Kurssteigerungspotenzial auf Sicht von 24 Monaten

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

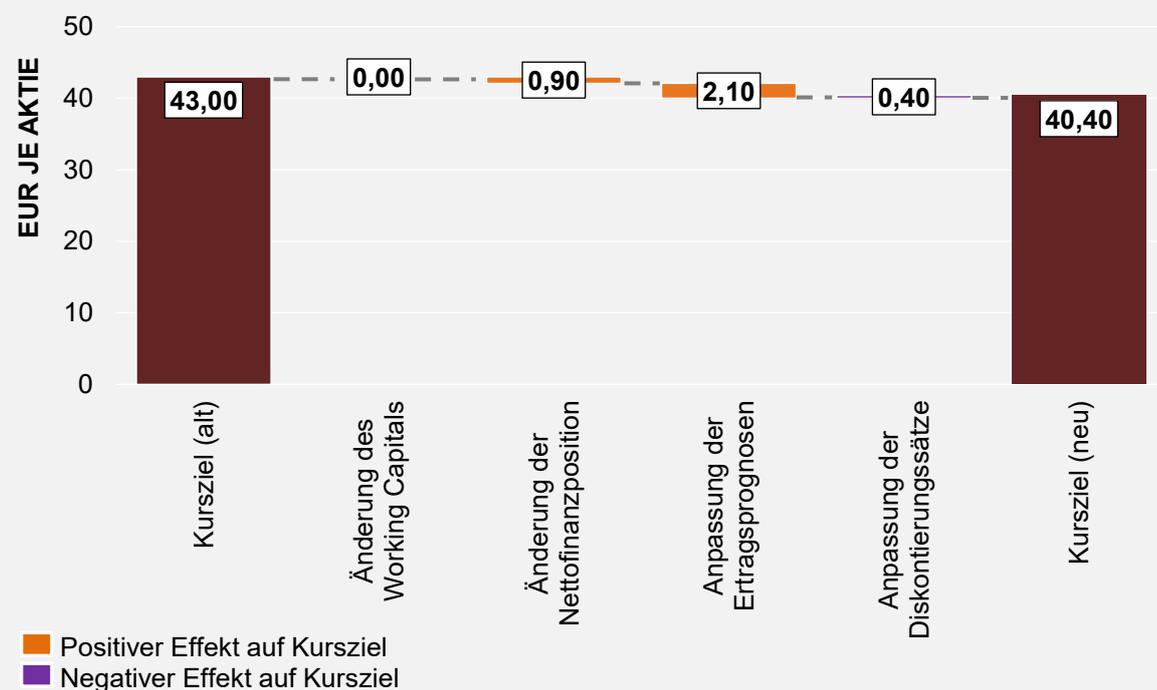
Gegenläufige Effekte auf das Kursziel je Aktie

Dabei ergeben sich folgende gegenläufige Effekte für den Unternehmenswert von ecotel communication:

- ⑤ Der im Vergleich zu unserer ursprünglichen Prognose unveränderte **Bestand an Working Capital** hat keine Auswirkungen auf den Free Cashflow to the Firm und damit den Wert des Eigenkapitals.
- ⑤ Die im Vergleich zum vorhergehenden Stichtag **rückläufige Nettofinanzposition** zum 31.12.2023 verringert den Wert je Aktie um EUR 0,90 je Aktie.
- ⑤ Die **Verringerung unserer Umsatz- und Gewinnschätzungen** für die Jahre 2025e und 2026e reduziert den Wert je ecotel communication-Aktie um rund EUR 2,10.
- ⑤ Die aktuell **leicht niedrigeren Diskontierungssätze** erhöhen den Wert je Aktie um EUR 0,40.

In Summe ergibt sich damit folgendes Wasserfalldiagramm für die Ermittlung unseres neuen Kursziels:

ABBILDUNG 1: WASSERFALLDIAGRAMM DER ANPASSUNGEN DES DCF-MODELLS*



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* Alle Daten auf EUR 0,10 je Aktie gerundet

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 eine multivariate Analyse durchgeführt und die Ergebnisse des DCF-Modells anhand der nachstehenden sieben Kriterien und spezifischen Standardabweichungen (σ) getestet.

TABELLE 6: SENSITIVITÄTSPARAMETER DER MONTE-CARLO-SIMULATION

		Ist	σ
Umsatzwachstumsrate in der Grobplanungsphase	%	0,0%	5,0%
Umsatzwachstumsrate im Terminal Value	%	2,5%	1,0%
EBIT-Marge Grobplanungsphase	%	10,3%	5,0%
EBIT-Marge im Terminal Value	%	11,0%	5,0%
Steuerquote Grobplanungsphase/Terminal Value	%	30,0%	2,0%
Normalisierte Sales to Capital Ratio	%	-2,00	10,0%
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	2,8%	0,7%

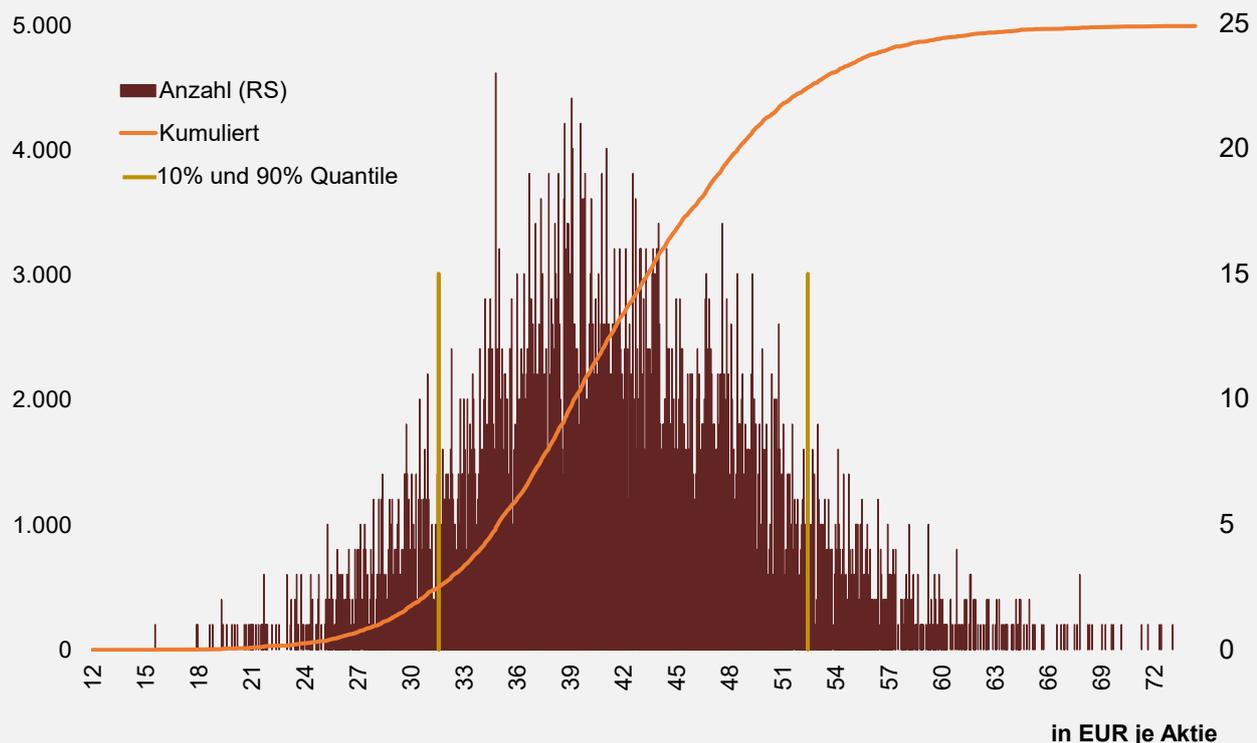
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Werte des Eigenkapitals zwischen EUR 31,50 und 52,30 (10% und 90%-Quantile) je Aktie

Aus der Monte-Carlo-Simulation zeigt sich, dass Werte des Eigenkapitals von unter EUR 110,6 Mio. (10%-Quantil) bzw. über EUR 183,6 Mio. (90%-Quantil) bzw. von unter EUR 31,50 (10%-Quantil) und über EUR 52,30 (90%-Quantil) je Aktie durch Kombinationen der Variablen kaum erreicht werden können.

Zu sehen ist ein linkssteiles Histogramm, mit einem Modus zwischen EUR 39 und 41 je Aktie.

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



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Die Ergebnisse unseres dreiphasigen DCF-Entity-Modells haben wir anhand eines fundamentalanalytischen Wertschöpfungsmodells überprüft. Hierbei geht es um die Frage, ob und ab wann das dem Unternehmen zur Verfügung gestellte Kapital wertschöpfend eingesetzt wird und auf welchem Kursniveau diese Wertschöpfung in der intrinsischen Unternehmensbewertung widergespiegelt wird. Aus dem Wertschöpfungsmodell errechnen wir für ecotel communication einen Barwert des Eigenkapitals von bis zu EUR 31,20 (bezogen auf die Wertschöpfungsmarge des Jahres 2028e) je Aktie. Wenn es ecotel communication wie von uns erwartet gelingt, die Wertschöpfungsmarge auszubauen, deutet dieses Bewertungsverfahren eine im Zeitablauf sukzessive steigende Unterbewertung der Aktien an.

Deutlich steigende Wertschöpfung

Für das Jahr 2028e lässt sich aus dieser Annahme ein Enterprise Value von EUR 137,3 Mio. ableiten. Zuzüglich der dann von uns prognostizierten Nettofinanzposition von EUR 29,4 Mio. errechnet sich ein Equity Value von EUR 166,7 Mio. Diskontiert mit den

von uns erwarteten Kosten des Eigenkapitals von 8,8% lässt sich ein Barwert von EUR 31,20 ableiten.

Aus nachstehender Tabelle wird ersichtlich, dass sich die Wertschöpfungsmarge im Zeitablauf vergrößert. Je langfristiger folglich Anleger in Aktien der ecotel communication investiert sind, desto größer wird für sie nach unserer Einschätzung das Kurssteigerungspotenzial.

TABELLE 7: ABLEITUNG DES KURSZIELS AUS DEM WERTSCHÖPFUNGSMODELL

		2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EV/CE	x	1,66	1,56	1,42	1,24	1,00
ROCE/WACC	x	1,64	2,36	3,37	4,31	5,43
Enterprise Value	EUR Mio.	47,8	67,1	92,5	113,8	137,3
Nettofinanzposition (+) bzw. -verschuldung (-)	EUR Mio.	6,4	10,4	15,8	22,0	29,4
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	54,1	77,5	108,3	135,8	166,7
Anzahl Aktien	Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	15,40	22,10	30,90	38,70	47,50
Barwert je Aktie	EUR	14,20	18,70	24,00	27,60	31,20

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Die Ergebnisse unserer fundamentalanalytischen Bewertungsverfahren haben wir anhand von Markt-Multiplikatoren überprüft. Dabei haben wir eine breite Peergroup aus börsennotierten internationalen Telekommunikationsdienstleistern ohne Größenbeschränkung, aber mit vergleichbarem Geschäftsmodell wie ecotel communication zusammengestellt. Auf Basis der Consensus-Schätzungen 2025e ergibt sich bei dem von uns präferierten margenbasierten EV/Umsatz-Multiple 2025e ein Kursziel von EUR 42,50 je Aktie (+172,4% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 15,60). Damit werden die Ergebnisse aus dem DCF-Modell bestätigt, die eine deutliche Unterbewertung der Aktien der ecotel communication anzeigen.

Neben einem DCF-Modell bietet es sich an, ecotel communication mit anderen Telekommunikationsdienstleistern zu vergleichen.

Neben fundamentalanalytischen Verfahren, anhand derer der innere Wert eines Unternehmens bestimmt wird, bietet es sich an, ecotel communication anhand einer breiten Peergroup börsennotierter Telekommunikationsdienstleister zu bewerten, um daraus eine adäquate Marktbewertung des Unternehmens zu ermitteln.

Die Voraussetzung, in die Peergroup aufgenommen zu werden, ergibt sich ausschließlich aus der Industriespezifikation, da wir in Ermangelung geeigneter Kandidaten auf die Größe der Unternehmen, repräsentiert etwa durch die Marktkapitalisierung, keine Rücksicht nehmen können. Unter dieser Vorgabe haben wir zehn Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu EUR 1,5 Mrd. in die Bewertung der ecotel communication aufgenommen. Damit zeigt sich, dass die Aussagekraft dieser

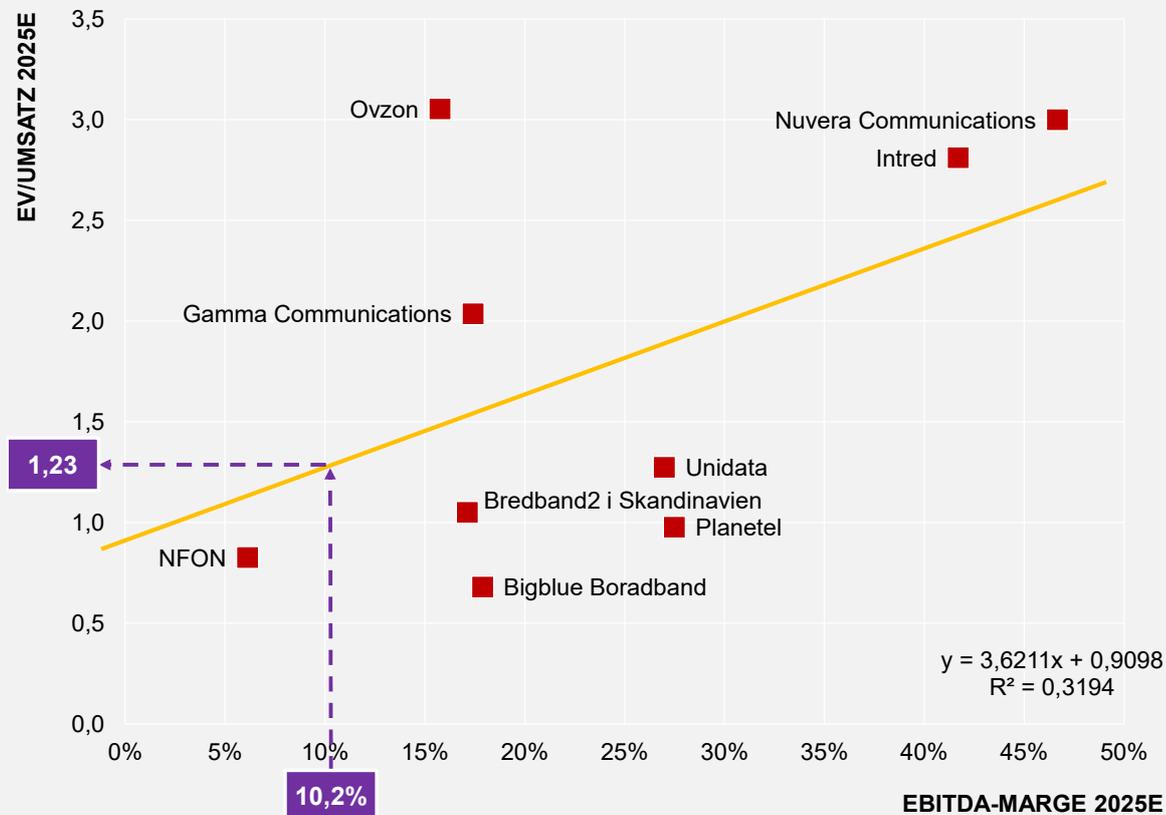
Bewertungsergebnisse angesichts der unterschiedlichen Größe der Unternehmen eingeschränkt ist.

TABELLE 8: ECKDATEN BÖRSENNOTIERTER TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTLEISTER (ALPHABETISCHE SORTIERUNG)

Unternehmen	FX	Kurs (15.03.2024)	Anzahl Aktien (Mio.)	Marktkapitalisierung (Mio.)	Enterprise Value (Mio.)
Bigblue Boradband plc	GBP	0,42	58,4	24,5	25,8
Bredband2 i Skandinavien AB	SEK	1,79	957,1	1.713,2	1.832,6
Gamma Communications plc.	GBP	13,26	97,5	1.292,9	1.180,9
Intred S.p.A.	EUR	9,64	15,9	153,3	172,6
NFON AG	EUR	5,30	16,6	88,0	81,0
Nuvera Communications, Inc.	USD	11,00	5,1	56,1	180,0
Ovzon AB	SEK	13,00	111,5	1.449,5	1.859,5
Planetel S.p.A.	EUR	5,45	6,8	37,1	49,1
Tessellis S.p.A.	EUR	0,53	234,1	124,1	214,8
Unidata S.p.A.	EUR	3,64	30,3	110,3	160,6

QUELLE: BLOOMBERG, CAPITALIQ, SPHENE CAPITAL

ABBILDUNG 3: EV/UMSATZ-MULTIPLES 2025E VS. EBITDA-MARGE 2025E



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wert des Eigenkapitals von EUR 42,50 je Aktie

Wir gehen davon aus, dass profitablere Unternehmen an der Börse mit einem Aufschlag gegenüber den weniger profitablen Mitbewerbern gehandelt werden. Dies wird in vorstehender Abbildung 3 auch durch die eingefügte Trendgerade ($R^2=0,32$) bestätigt. Auf Basis der Consensus-Gewinnschätzungen (Medianwerte) der Peergroup und der daraus abzuleitenden EV/Umsatz-Multiples sowie unserer Umsatz- und EBITDA-Prognosen lässt sich für die Aktien der ecotel communication bei einer von uns erwarteten EBITDA-Marge von 10,2% ein Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 42,50 je Aktie ableiten.

Möglichkeiten der Wertsteigerung

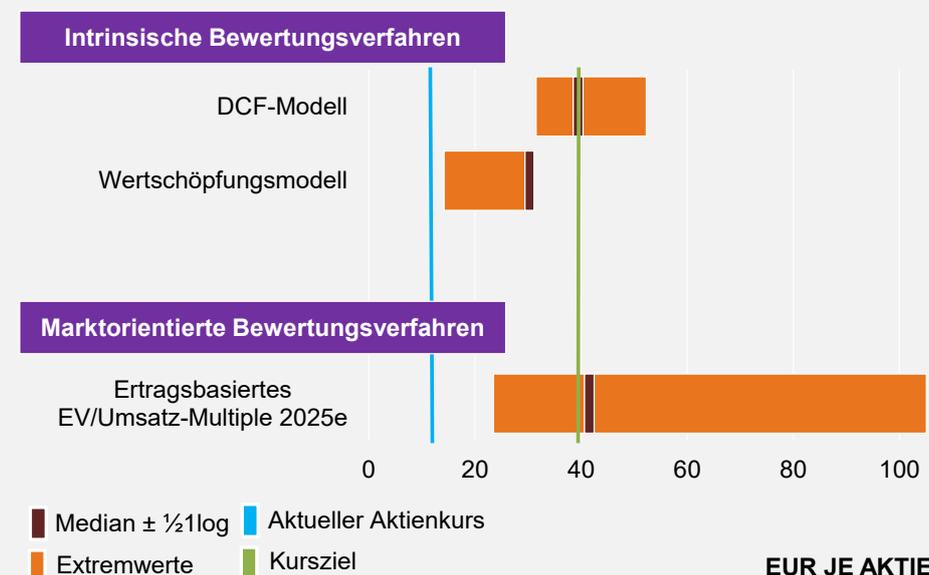
Aus vorstehender Abbildung wird auch deutlich, dass der für ecotel communication sinnvollste Hebel zur Wertsteigerung in der Erhöhung der betrieblichen Profitabilität liegt, da diese bislang im internationalen Branchenvergleich unterdurchschnittlich ausfällt.

Zusammenfassung der Ergebnisse

In nachstehender Abbildung 4 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir für das Wertschöpfungsmodell den Wert des Jahres 2028e hervorgehoben und im DCF-Verfahren das Bear-, Base- und Bull-Case-Szenario (10% bzw. 90%-Quantil) dargestellt haben.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse zeigt, dass sich anhand von Markt-Multiplikatoren deutlich höhere Kursziele als im DCF-Modell ableiten lassen.

ABBILDUNG 4: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



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

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von ecotel communication sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik. Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des

Anzumerken ist insbesondere der von uns erwartete Anstieg der Dividendenrendite auf bis zu 6,4% (2026e).

Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 40,40 je Aktie wären die Aktien von ecotel communication mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 9: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ECOTEL COMMUNICATION -AKTIEN

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
KGV	X	17,1x	11,4x	8,0x	44,3x	29,6x	20,7x
EV/Umsatz	X	0,4x	0,4x	0,3x	1,2x	1,1x	0,9x
EV/EBIT	X	10,4x	6,4x	3,9x	29,1x	19,0x	12,7x
KBV	X	2,2x	1,9x	1,7x	5,6x	5,0x	4,3x
Dividendenrendite	%	3,2%	4,5%	6,4%	1,2%	1,7%	2,5%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Downside-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.

Katalysatoren für die Wertentwicklung

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

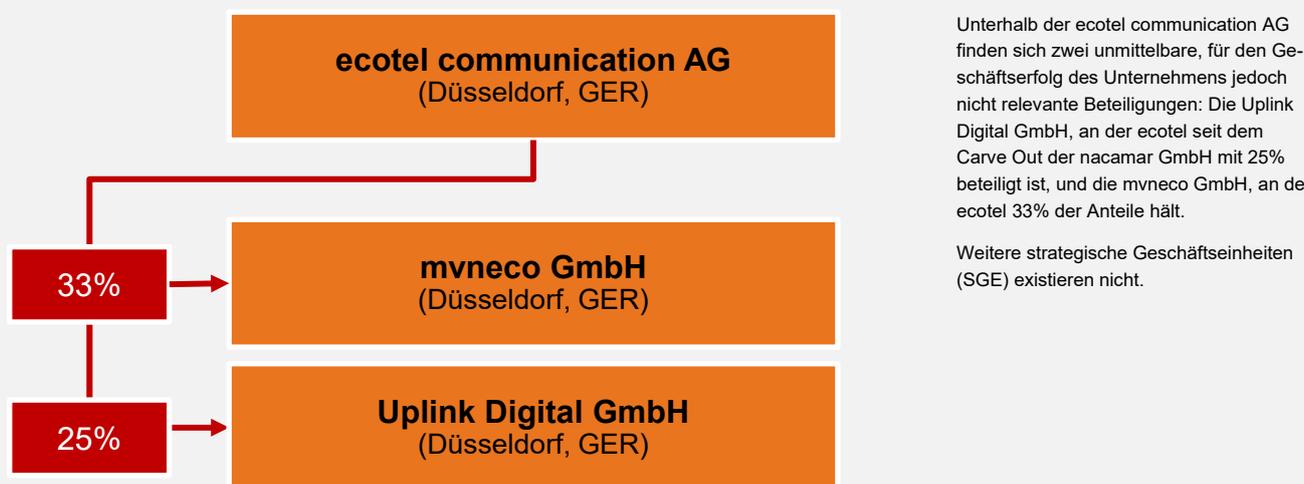
- Ⓢ **Anhebung der Guidance 2024e**;
- Ⓢ Die erneute **Erzielung außerordentlicher Erträge** aus der Übertragung von Nutzungsrechten an Internet-Ressourcen;
- Ⓢ **Weitere Großkundenakquisitionen** insbesondere im Bereich Geschäftskunden mit entsprechenden Konsequenzen auf die operative Profitabilität;
- Ⓢ Eine mögliche **Übernahme des Unternehmens** durch einen strategischen Wettbewerber, gegebenenfalls aus dem außereuropäischen Ausland, der sich dadurch einen schnellen Marktzutritt in Deutschland erhofft.

Geschäftsmodell im Überblick

ecotel communication ist ein fast ausschließlich in Deutschland tätiges Telekommunikationsunternehmen. Unter dem Slogan „cloud & fiber“ 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 den 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 5: KONSOLIDIERUNGSKREIS VON ECOTEL COMMUNICATION

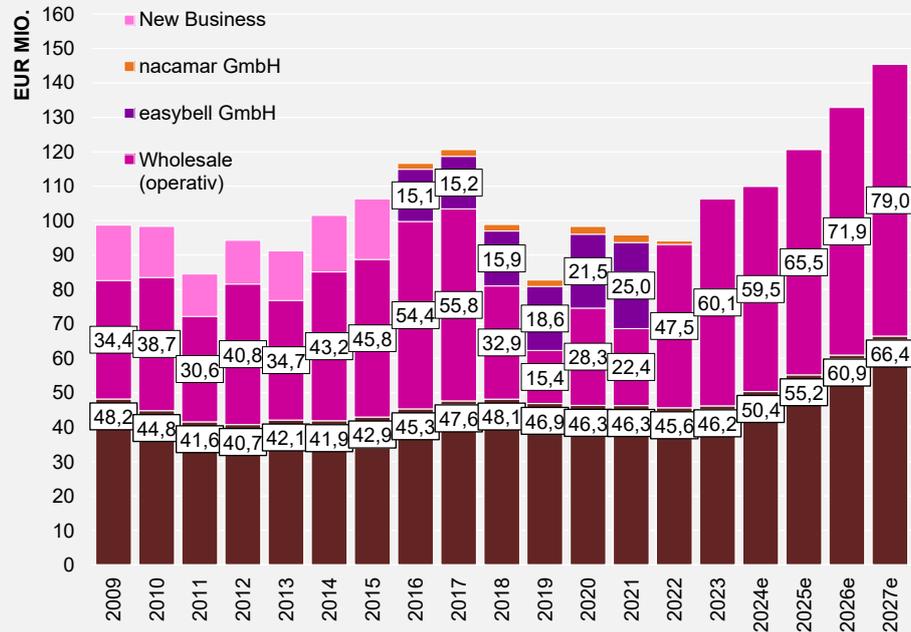


QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Das Unternehmen berichtet in zwei, sich zum Teil ergänzenden Geschäftsbereichen:

- ☉ Im Kernbereich **Geschäftskunden** (Umsatzanteil 2023: 43,4%) bietet ecotel bundesweit rund 15.000 kleinen und mittelständischen Unternehmen sowie einzelnen Großkunden ein breites Portefeuille an Sprach- und Datenlösungen an. Auch Vorleistungsprodukte für andere nationale und internationale Telekommunikationsunternehmen stellt ecotel zur Verfügung.
- ☉ Im Geschäftsbereich **Wholesale** (Umsatzanteil 2023: 56,6%) vermarktet ecotel den – niedrigmargigen – netzübergreifenden Handel mit Sprachminuten und seit 2022 auch Datenleitungen für nationale und internationale Carrier.

ABBILDUNG 6: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2009-2027E



Der profitabelste Bereich von ecotel ist der Bereich Geschäftskunden, der nach unseren Schätzungen im Jahr 2024e für EUR 50,4 Mio. oder 45,8% der Konzern Erlöse verantwortlich sein wird. Umsatzseitig an erster Stelle rangiert der margenschwächere Bereich Wholesale mit von uns erwarteten Erlösen 2024e von EUR 59,5 Mio. (54,2% der Konzern Erlöse).

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung, 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Erlöse	EUR Mio.	91,2	101,5	106,3	116,6	120,6	98,9	82,8
YoY	%	-3,3%	11,3%	4,7%	9,7%	3,4%	-18,0%	-16,3%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	2,9	0,2	0,5	0,5	0,5	0,4
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,6	0,0	2,1	0,7	0,3	0,3	0,7
Gesamtleistung	EUR Mio.	91,9	104,4	108,6	117,8	121,4	99,7	83,9
YoY	%	-3,7%	13,7%	4,0%	8,5%	3,1%	-17,9%	-15,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	-64,4	-74,9	-78,6	-88,2	-90,7	-66,9	-49,2
in % der Gesamtleistung	%	-70,1%	-71,7%	-72,3%	-74,8%	-74,7%	-67,1%	-58,6%
Rohrertrag	EUR Mio.	27,4	29,5	30,1	29,6	30,7	32,8	34,7
YoY	%	4,9%	7,6%	1,8%	-1,4%	3,5%	n/a	5,9%
in % der Gesamtleistung	%	29,9%	28,3%	27,7%	25,2%	25,3%	32,9%	41,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-10,6	-11,9	-11,9	-13,1	-13,4	-14,4	-15,6
in % der Gesamtleistung	%	45,9	47,4	48,7	47,2	48,2	46,7	51,0
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-10,3	-10,4	-10,3	-9,9	-10,5	-11,0	-10,4
in % der Gesamtleistung	%	-11,2%	-10,0%	-9,5%	-8,4%	-8,7%	-11,0%	-12,4%
EBITDA	EUR Mio.	6,6	7,3	7,9	6,6	6,7	7,4	8,7
YoY	%	-4,0%	10,4%	8,5%	-15,7%	1,7%	10,4%	17,0%
in % der Gesamtleistung	%	7,2%	6,9%	7,2%	5,6%	5,6%	7,5%	10,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,4	-4,3	-4,2	-4,3	-4,6	-5,3	-7,2
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	3,2	3,0	3,6	2,3	2,1	2,2	1,5
YoY	%	704,7%	-5,6%	22,1%	-35,5%	-10,9%	2,9%	-31,1%
YoY	EUR Mio.	2,8	-0,2	0,7	-1,3	-0,3	0,1	-0,7
in % der Gesamtleistung	%	3,4%	2,9%	3,4%	2,0%	1,7%	2,2%	1,8%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	2,9	2,8	3,5	2,3	2,1	2,0	1,2
in % der Gesamtleistung	%	3,2%	2,7%	3,2%	1,9%	1,7%	2,0%	1,5%
Steuern	EUR Mio.	-0,9	-1,0	-1,1	-0,5	-0,8	-0,6	-0,3
in % des EBT	%	-31,5%	-36,9%	-31,0%	-23,8%	-35,6%	-31,7%	-27,5%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	2,0	1,8	2,4	1,7	1,4	1,4	0,9
in % der Gesamtleistung	%	2,2%	1,7%	2,2%	1,5%	1,1%	1,4%	1,1%
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.	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1
Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	1,4	1,2	1,6	0,8	0,5	0,5	-0,2
Anzahl der Aktien (basic)	Mio.	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
davon Stammaktien	Mio.	3,6	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.	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
EPS (basic)	EUR	0,40	0,33	0,46	0,24	0,13	0,13	-0,05
EPS (verwässert)	EUR	0,40	0,33	0,46	0,24	0,13	0,13	-0,05

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Erlöse	EUR Mio.	98,3	95,9	93,3	106,3	109,9	120,7	132,9
YoY	%	18,8%	-2,5%	-2,6%	13,9%	3,4%	9,8%	10,1%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	EUR Mio.	0,3	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,5	1,0	15,9	6,5	1,0	1,0	1,1
Gesamtleistung	EUR Mio.	99,1	97,6	109,7	113,3	111,3	122,2	134,4
YoY	%	18,2%	-1,5%	12,4%	3,3%	-1,7%	9,7%	10,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-60,6	-50,1	-62,1	-74,2	-74,4	-79,9	-85,8
in % der Gesamtleistung	%	-61,1%	-51,4%	-56,6%	-65,5%	-66,8%	-65,4%	-63,8%
Rohrertrag	EUR Mio.	38,5	47,5	47,6	39,1	36,9	42,2	48,6
YoY	%	11,0%	23,2%	0,4%	-17,9%	-5,4%	14,3%	15,1%
in % der Gesamtleistung	%	38,9%	48,6%	43,4%	34,5%	33,2%	34,6%	36,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-16,3	-17,9	-14,3	-15,5	-16,5	-17,6	-18,8
in % der Gesamtleistung	%	51,7	54,9	54,6	61,8	63,6	65,5	67,5
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-10,7	-11,5	-9,7	-11,2	-10,4	-12,3	-14,5
in % der Gesamtleistung	%	-10,8%	-11,7%	-8,8%	-9,9%	-9,4%	-10,1%	-10,8%
EBITDA	EUR Mio.	11,6	18,1	23,7	12,4	10,0	12,3	15,3
YoY	%	32,7%	56,7%	30,6%	-47,4%	-19,4%	22,7%	24,3%
in % der Gesamtleistung	%	11,7%	18,6%	21,6%	11,0%	9,0%	10,1%	11,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-7,5	-7,5	-5,7	-3,8	-4,4	-4,4	-4,4
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-986,6	-980,0	-980,0	-980,0
EBIT	EUR Mio.	4,0	10,6	17,9	7,7	4,6	6,9	9,9
YoY	%	171,0%	164,7%	68,6%	-57,3%	-39,4%	48,9%	43,2%
YoY	EUR Mio.	2,5	6,6	7,3	-10,3	-3,0	2,3	3,0
in % der Gesamtleistung	%	4,1%	10,9%	16,3%	6,8%	4,2%	5,7%	7,4%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-0,2	-0,1	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	3,8	10,5	17,9	8,2	4,6	6,9	9,9
in % der Gesamtleistung	%	3,8%	10,8%	16,4%	7,2%	4,2%	5,7%	7,4%
Steuern	EUR Mio.	-1,1	-3,3	-5,8	-2,5	-1,4	-2,2	-3,1
in % des EBT	%	-30,2%	-31,1%	-32,2%	-30,6%	-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.	2,6	7,3	12,2	5,7	3,2	4,8	6,9
in % der Gesamtleistung	%	2,7%	7,4%	11,1%	5,0%	2,9%	3,9%	5,1%
Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne	EUR Mio.	0,0	0,0	58,0	1,7	0,0	0,0	0,0
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	-1,6	-2,5	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	1,0	4,8	67,5	7,4	3,2	4,8	6,9
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	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
EPS (basic)	EUR	0,28	1,36	19,24	2,12	0,91	1,37	1,95
EPS (verwässert)	EUR	0,28	1,36	17,51	1,93	0,83	1,24	1,78

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz und Rohertrag nach Segmenten, 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Umsatz	EUR Mio.	91,2	101,5	106,3	116,6	120,6	98,9	82,8
Geschäftskunden	EUR Mio.	42,1	41,9	42,9	45,3	47,6	48,1	46,9
Wholesale	EUR Mio.	34,7	43,2	45,8	54,4	55,8	32,9	15,4
easybell GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	15,1	15,2	15,9	18,6
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	1,7	2,0	1,9	1,9
New Business	EUR Mio.	14,4	16,4	17,6	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-3,3%	11,3%	4,7%	9,7%	3,4%	-18,0%	-16,3%
Geschäftskunden	%	3,3%	-0,5%	2,5%	5,6%	5,1%	1,1%	-2,6%
Wholesale	%	-15,0%	24,5%	5,9%	18,8%	2,5%	-41,0%	-53,3%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,6%	4,6%	16,7%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	15,9%	-5,4%	0,1%
New Business	%	13,5%	13,5%	7,3%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
in % der Bruttoumsätze	%	100,0%						
Geschäftskunden	%	46,1%	41,3%	40,4%	38,9%	39,5%	48,7%	56,7%
Wholesale	%	38,0%	42,6%	43,1%	46,7%	46,2%	33,3%	18,6%
easybell GmbH	%	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%	12,6%	16,1%	22,5%
nacamar GmbH	%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	1,7%	1,9%	2,3%
New Business	%	15,8%	16,1%	16,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertrag	EUR Mio.	26,8	26,6	27,8	28,4	29,9	32,0	33,6
Geschäftskunden	EUR Mio.	21,2	20,6	20,9	21,7	22,7	23,6	23,8
Wholesale	EUR Mio.	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
easybell GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	5,5	5,9	7,0	8,3
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,8	0,9	1,0	1,1
New Business	EUR Mio.	5,0	5,4	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	7,0%	-0,7%	4,3%	2,5%	5,0%	7,2%	4,9%
Geschäftskunden	%	12,2%	-2,6%	1,3%	4,1%	4,4%	4,1%	0,7%
Wholesale	%	-31,9%	-11,8%	-35,0%	-7,7%	6,1%	9,4%	-6,9%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	6,2%	19,0%	18,9%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	12,6%	6,5%	9,7%
New Business	%	-4,5%	8,8%	20,1%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	29,4%	26,2%	26,1%	24,4%	24,8%	32,4%	40,6%
Geschäftskunden	%	50,3%	49,2%	48,6%	47,9%	47,7%	49,1%	50,7%
Wholesale	%	2,0%	1,4%	0,9%	0,7%	0,7%	1,3%	2,5%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	36,4%	38,4%	43,7%	44,5%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	48,8%	47,4%	53,4%	58,6%
New Business	%	34,4%	33,0%	36,9%	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Umsatz und Rohertrag nach Segmenten, 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	EUR Mio.	98,3	95,9	93,3	106,3	109,9	120,7	132,9
Geschäftskunden	EUR Mio.	46,3	46,3	45,6	46,2	50,4	55,2	60,9
Wholesale	EUR Mio.	28,3	22,4	46,5	60,1	59,5	65,5	71,9
easybell GmbH	EUR Mio.	21,5	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
nacamar GmbH	EUR Mio.	2,3	2,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	18,8%	-2,5%	-2,6%	13,9%	3,4%	9,8%	10,1%
Geschäftskunden	%	-1,2%	-0,1%	-1,4%	1,2%	9,1%	9,6%	10,4%
Wholesale	%	83,9%	-20,7%	107,7%	29,2%	-1,0%	10,0%	9,9%
easybell GmbH	%	15,3%	16,4%	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a
nacamar GmbH	%	20,2%	-1,5%	-47,4%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
New Business	%	n/a						
in % der Bruttoumsätze	%	100,0%						
Geschäftskunden	%	47,1%	48,3%	48,9%	43,4%	45,8%	45,7%	45,9%
Wholesale	%	28,7%	23,4%	49,8%	56,6%	54,2%	54,3%	54,1%
easybell GmbH	%	21,8%	26,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
nacamar GmbH	%	2,3%	2,3%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
New Business	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertrag	EUR Mio.	37,7	45,7	31,2	32,1	35,5	40,7	47,1
Geschäftskunden	EUR Mio.	24,2	28,5	29,1	30,2	33,0	37,9	44,0
Wholesale	EUR Mio.	0,8	1,1	1,2	1,9	2,5	2,8	3,1
easybell GmbH	EUR Mio.	11,2	14,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
nacamar GmbH	EUR Mio.	1,5	1,5	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	12,3%	21,3%	-31,7%	2,7%	10,6%	14,8%	15,6%
Geschäftskunden	%	1,8%	17,7%	2,0%	3,9%	9,2%	15,0%	15,9%
Wholesale	%	112,6%	27,1%	16,5%	54,4%	33,7%	11,1%	11,0%
easybell GmbH	%	34,8%	31,1%	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a
nacamar GmbH	%	34,6%	3,0%	-38,1%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
New Business	%	n/a						
in % der Umsätze	%	38,3%	47,7%	33,5%	30,2%	32,3%	33,8%	35,4%
Geschäftskunden	%	52,3%	61,6%	63,7%	65,4%	65,5%	68,7%	72,2%
Wholesale	%	2,9%	4,7%	2,6%	3,1%	4,2%	4,3%	4,3%
easybell GmbH	%	52,1%	58,6%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
nacamar GmbH	%	65,6%	68,6%	80,7%	n/a	n/a	n/a	n/a
New Business	%	n/a						

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

EBITDA und EBIT nach Segmenten, 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA (operativ)	EUR Mio.	6,7	7,3	7,9	6,6	6,9	7,5	8,8
Geschäftskunden	EUR Mio.	4,9	5,4	5,2	3,9	3,7	3,9	4,3
Wholesale	EUR Mio.	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1
easybell GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	3,0	3,0	3,3	4,0
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,4
New Business	EUR Mio.	1,6	1,8	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-2,0%	8,1%	8,5%	-15,7%	3,4%	9,9%	16,7%
Geschäftskunden	%	19,2%	10,1%	-3,8%	-26,3%	-4,3%	5,5%	11,8%
Wholesale	%	-58,9%	-58,8%	-196,3%	150,0%	-37,7%	-181,5%	33,3%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	1,7%	10,0%	19,1%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-333,0%	11,7%	59,8%
New Business	%	-31,1%	7,6%	52,2%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	7,4%	7,1%	7,4%	5,7%	5,7%	7,6%	10,6%
Geschäftskunden	%	11,7%	13,0%	12,2%	8,5%	7,7%	8,1%	9,3%
Wholesale	%	0,4%	0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	0,2%	0,6%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	19,8%	20,0%	21,0%	21,4%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	-5,1%	10,3%	12,2%	19,4%
New Business	%	11,4%	10,8%	15,3%	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT (operativ)	EUR Mio.	3,3	3,0	3,6	2,3	2,1	2,2	1,5
Geschäftskunden	EUR Mio.	2,3	1,9	1,4	0,1	-0,5	-0,8	-1,8
Wholesale	EUR Mio.	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1
easybell GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	2,6	2,6	2,7	3,1
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,2
New Business	EUR Mio.	0,9	1,1	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	737,9%	-9,5%	22,0%	-35,5%	-10,9%	2,9%	-31,1%
Geschäftskunden	%	70,0%	-18,2%	-25,6%	-94,1%	-742,7%	46,7%	139,2%
Wholesale	%	-41,0%	-60,3%	-200,0%	150,0%	-37,7%	-181,5%	33,3%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,2%	5,0%	12,8%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-148,5%	29,6%	27,6%
New Business	%	-175,1%	20,8%	116,5%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	3,6%	2,9%	3,4%	2,0%	1,7%	2,2%	1,8%
Geschäftskunden	%	5,4%	4,5%	3,2%	0,2%	-1,1%	-1,6%	-3,9%
Wholesale	%	0,4%	0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	0,2%	0,6%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	17,2%	17,1%	17,1%	16,6%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	-11,8%	4,9%	6,7%	8,6%
New Business	%	6,1%	6,5%	13,1%	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

EBITDA und EBIT nach Segmenten, 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBITDA (operativ)	EUR Mio.	11,7	18,1	9,1	9,0	10,0	12,3	15,3
Geschäftskunden	EUR Mio.	4,8	8,6	8,3	7,8	8,8	10,8	13,4
Wholesale	EUR Mio.	0,4	0,5	0,6	1,2	1,2	1,5	1,9
easybell GmbH	EUR Mio.	5,9	8,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,6	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	32,8%	55,1%	-49,7%	-1,3%	11,5%	22,7%	24,3%
Geschäftskunden	%	10,2%	80,2%	-4,4%	-5,3%	12,7%	22,9%	24,0%
Wholesale	%	405,7%	12,1%	11,2%	111,7%	3,9%	21,0%	26,4%
easybell GmbH	%	46,7%	44,6%	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a
nacamar GmbH	%	61,5%	-12,5%	-42,0%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	11,9%	18,9%	9,8%	8,5%	9,1%	10,2%	11,5%
Geschäftskunden	%	10,3%	18,7%	18,1%	16,9%	17,5%	19,6%	22,0%
Wholesale	%	1,6%	2,2%	1,2%	2,0%	2,1%	2,3%	2,6%
easybell GmbH	%	27,3%	33,9%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
nacamar GmbH	%	26,1%	23,2%	25,6%	n/a	n/a	n/a	n/a
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT (operativ)	EUR Mio.	4,0	10,6	3,8	3,7	5,6	7,9	10,9
Geschäftskunden	EUR Mio.	-1,5	2,6	3,2	2,5	4,4	6,4	9,0
Wholesale	EUR Mio.	0,4	0,5	0,6	1,2	1,2	1,5	1,9
easybell GmbH	EUR Mio.	4,8	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	170,9%	164,7%	-63,8%	-3,5%	51,6%	40,4%	37,8%
Geschäftskunden	%	-18,4%	-273,1%	22,6%	-20,7%	73,7%	45,8%	40,5%
Wholesale	%	405,7%	12,2%	11,1%	111,7%	3,9%	21,0%	26,4%
easybell GmbH	%	54,2%	53,2%	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a
nacamar GmbH	%	103,7%	-25,2%	-62,8%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	4,1%	11,1%	4,1%	3,5%	5,1%	6,5%	8,2%
Geschäftskunden	%	-3,3%	5,6%	7,0%	5,5%	8,8%	11,6%	14,8%
Wholesale	%	1,6%	2,2%	1,2%	2,0%	2,1%	2,3%	2,6%
easybell GmbH	%	22,1%	29,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
nacamar GmbH	%	14,6%	11,1%	7,8%	n/a	n/a	n/a	n/a
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Regionen, 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Umsatz	EUR Mio.	91,2	101,5	106,3	116,6	120,6	98,9	82,8
Deutschland	EUR Mio.	73,2	75,4	73,7	72,4	69,7	69,4	76,6
EU	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
USA	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rest der Welt	EUR Mio.	18,0	26,1	32,6	44,2	51,0	29,5	6,1
YoY	%	-3,3%	11,3%	4,7%	9,7%	3,4%	-18,0%	-16,3%
Deutschland	%	-4,6%	2,9%	-2,3%	-1,7%	-3,8%	-0,4%	10,5%
EU	%	n/a						
USA	%	n/a						
Rest der Welt	%	2,5%	45,0%	24,9%	35,3%	15,3%	-42,1%	-79,3%
in % der Umsätze	%	100,0%						
Deutschland	%	80,2%	74,3%	69,3%	62,1%	57,8%	70,2%	92,6%
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	%	19,8%	25,7%	30,7%	37,9%	42,2%	29,8%	7,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Umsatz nach Regionen, 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	EUR Mio.	98,3	95,9	93,3	106,3	109,9	120,7	132,9
Deutschland	EUR Mio.	95,4	75,8	72,6	59,2	3,5	-116,9	-392,5
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.	2,9	20,1	20,7	47,1	106,3	237,6	525,4
YoY	%	18,8%	-2,5%	-2,6%	13,9%	3,4%	9,8%	10,1%
Deutschland	%	24,4%	-20,5%	-4,1%	-18,6%	-94,0%	-3417,5%	235,7%
EU	%	n/a						
USA	%	n/a						
Rest der Welt	%	-52,2%	587,3%	3,0%	127,9%	125,6%	123,4%	121,2%
in % der Umsätze	%	100,0%						
Deutschland	%	97,0%	79,1%	77,8%	55,7%	3,2%	-96,9%	-295,5%
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	%	3,0%	20,9%	22,2%	44,3%	96,8%	196,9%	395,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	21,1	23,0	22,0	21,7	22,5	26,3	37,8
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	13,8	13,1	12,7	12,5	12,7	15,8	24,5
Goodwill	EUR Mio.	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	4,9	4,2	3,8	3,6	3,8	4,1	4,4
Nutzungsrechte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,4
Sonstiges	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	2,8
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	5,9	9,1	8,5	8,5	8,8	9,0	11,1
Grundstücke	EUR Mio.	5,9	9,1	8,5	8,5	8,8	9,0	11,1
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	0,7	0,8	0,6	0,7	0,9	1,0
Beteiligungen	EUR Mio.	1,4	0,7	0,1	0,6	0,7	0,9	1,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,7	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.	0,0	0,1	0,0	0,2	0,3	0,7	1,2
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	20,8	20,1	28,0	19,2	18,5	16,7	18,7
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO	d	1	1	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	11,8	13,3	17,7	9,3	9,3	7,9	7,4
DSO	d	47	47	60	29	28	29	32
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	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	1,0	0,6	1,7	1,8	1,8	2,1	2,5
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,4	1,2	0,8	0,7	1,0	0,6	0,4
Liquide Mittel	EUR Mio.	7,5	5,0	7,7	7,5	6,4	6,1	8,3
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	0,8	0,2	0,6	0,8	0,6	0,4
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.	42,0	43,8	50,2	41,5	41,8	43,7	56,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva), 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	37,4	35,0	29,3	31,3	31,1	31,0	30,9
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	24,4	24,7	22,8	25,8	26,0	26,3	26,6
Goodwill	EUR Mio.	8,9	8,9	14,4	15,3	15,3	15,3	15,3
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nutzungsrechte	EUR Mio.	7,4	6,5	5,4	5,8	5,6	5,5	5,3
Sonstiges	EUR Mio.	3,2	9,3	3,0	4,8	5,2	5,5	6,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	10,5	8,5	5,2	4,2	3,8	3,4	3,1
Grundstücke	EUR Mio.	10,5	8,5	5,2	4,2	3,8	3,4	3,1
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.	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Beteiligungen	EUR Mio.	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
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.	1,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	16,1	24,3	77,1	15,8	18,3	23,1	29,5
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.	7,2	10,6	8,4	11,0	11,3	12,3	13,4
DSO	d	26	40	33	37	37	37	36
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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,6	0,4	0,7	0,4	0,2	0,1	0,0
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,4	0,6	1,0	0,7	0,5	0,4	0,3
Liquide Mittel	EUR Mio.	7,8	12,6	66,9	3,7	6,4	10,4	15,8
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	1,8	2,0	0,2	0,3	0,4	0,5
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.	53,9	61,1	108,4	47,3	49,7	54,5	60,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva), 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Eigenkapital	EUR Mio.	18,8	20,7	22,0	22,4	22,5	22,7	22,2
Eigenkapitalquote	%	44,9%	47,1%	43,8%	54,1%	53,9%	52,0%	39,0%
Grundkapital	EUR Mio.	3,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,4	1,8	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.	12,0	13,2	14,2	14,3	13,9	14,1	13,4
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	2,1	2,4	2,8	3,2	3,3	3,4
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	0,1	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	17,2	16,4	22,9	15,7	13,8	14,2	17,8
Bankschulden	EUR Mio.	2,489	1,105	1,171	1,796	1,308	1,609	1,750
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	1,2
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	13,0	12,0	19,4	11,7	10,4	9,2	10,5
DPO	d	51	43	66	36	31	34	46
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,5	3,3	2,2	2,3	2,0	3,4	4,3
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,8	5,4	4,0	2,2	3,9	4,8	15,5
Bankschulden	EUR Mio.	4,831	5,384	3,964	2,168	3,859	4,050	5,500
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	7,4
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	2,7
Passive latente Steuern	EUR Mio.	1,1	1,4	1,4	1,1	1,6	1,9	1,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	42,0	43,8	50,2	41,5	41,8	43,7	56,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Passiva), 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Eigenkapital	EUR Mio.	23,4	29,1	82,2	23,7	25,3	28,3	32,7
Eigenkapitalquote	%	43,4%	47,6%	75,9%	50,1%	50,8%	52,0%	53,7%
Grundkapital	EUR Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	14,4	18,7	76,6	18,0	19,5	22,6	27,0
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.	3,6	4,8	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
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.	16,8	20,8	13,3	14,4	15,3	17,0	19,1
Bankschulden	EUR Mio.	2,4	2,4	0,0	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	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	9,1	11,0	9,6	11,0	11,9	13,6	15,5
DPO	d	33	41	37	37	39	40	42
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,1	6,1	2,8	2,4	2,5	2,5	2,6
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	12,0	8,1	5,7	5,9	5,7	5,6	5,4
Bankschulden	EUR Mio.	3,1	0,7	0,0	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.	6,5	5,7	4,9	5,5	5,4	5,2	5,1
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,4	1,7	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3
Passive latente Steuern	EUR Mio.	1,7	3,1	7,1	3,4	3,5	3,6	3,7
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	53,9	61,1	108,4	47,3	49,7	54,5	60,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Langfristiges Vermögen	%	50,4%	52,4%	43,8%	52,4%	53,8%	60,3%	66,5%
Immaterielles Vermögen	%	32,9%	29,9%	25,3%	30,1%	30,4%	36,1%	43,2%
Goodwill	%	21,1%	20,2%	17,7%	21,4%	21,2%	20,3%	15,6%
Immaterielles Vermögen	%	11,7%	9,6%	7,7%	8,8%	9,1%	9,4%	7,8%
Nutzungsrechte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	14,9%
Sonstiges	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,4%	4,9%
Sachanlagevermögen	%	14,2%	20,8%	16,9%	20,4%	20,9%	20,6%	19,6%
Grundstücke	%	14,2%	20,8%	16,9%	20,4%	20,9%	20,6%	19,6%
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	%	3,4%	1,5%	1,5%	1,4%	1,7%	2,0%	1,8%
Beteiligungen	%	3,4%	1,5%	0,2%	1,4%	1,7%	2,0%	1,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,0%	0,0%	1,4%	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	%	0,0%	0,2%	0,1%	0,4%	0,8%	1,7%	2,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	49,6%	45,8%	55,7%	46,2%	44,3%	38,3%	32,8%
Vorräte	%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	28,1%	30,3%	35,3%	22,4%	22,2%	18,1%	13,1%
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	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	%	2,3%	1,3%	3,4%	4,2%	4,4%	4,7%	4,4%
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	0,9%	2,6%	1,6%	1,6%	2,4%	1,3%	0,7%
Liquide Mittel	%	17,9%	11,4%	15,4%	18,0%	15,3%	14,0%	14,5%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	0,1%	1,7%	0,4%	1,4%	1,9%	1,4%	0,7%
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

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Langfristiges Vermögen	%	69,4%	57,3%	27,1%	66,1%	62,5%	56,8%	50,7%
Immaterielles Vermögen	%	45,2%	40,4%	21,0%	54,5%	52,3%	48,2%	43,6%
Goodwill	%	16,5%	14,5%	13,3%	32,2%	30,7%	28,0%	25,1%
Immaterielles Vermögen	%	9,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nutzungsrechte	%	13,8%	10,7%	5,0%	12,2%	11,3%	10,0%	8,8%
Sonstiges	%	6,0%	15,2%	2,7%	10,1%	10,4%	10,2%	9,8%
Sachanlagevermögen	%	19,5%	13,9%	4,8%	8,9%	7,6%	6,3%	5,0%
Grundstücke	%	19,5%	13,9%	4,8%	8,9%	7,6%	6,3%	5,0%
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	%	2,1%	1,8%	1,2%	2,7%	2,6%	2,3%	2,1%
Beteiligungen	%	2,1%	1,8%	1,2%	2,7%	2,6%	2,3%	2,1%
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	%	2,5%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	29,8%	39,8%	71,1%	33,4%	36,8%	42,4%	48,4%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	13,4%	17,4%	7,8%	23,3%	22,7%	22,5%	21,9%
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%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	%	1,2%	0,6%	0,7%	0,8%	0,4%	0,2%	0,1%
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	0,8%	1,0%	0,9%	1,5%	1,0%	0,7%	0,4%
Liquide Mittel	%	14,4%	20,7%	61,7%	7,8%	12,8%	19,1%	26,0%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	0,8%	2,9%	1,8%	0,5%	0,7%	0,8%	0,9%
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), 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Eigenkapital	%	44,9%	47,1%	43,8%	54,1%	53,9%	52,0%	39,0%
Grundkapital	%	8,8%	8,0%	7,0%	8,5%	8,4%	8,0%	6,2%
Kapitalrücklage	%	3,4%	4,2%	3,6%	4,4%	4,4%	4,2%	3,2%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	28,5%	30,1%	28,4%	34,4%	33,3%	32,2%	23,6%
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%	4,8%	4,8%	6,8%	7,7%	7,6%	6,0%
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%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	40,9%	37,4%	45,5%	37,9%	32,9%	32,6%	31,3%
Bankschulden	%	5,9%	2,5%	2,3%	4,3%	3,1%	3,7%	3,1%
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%	2,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	30,9%	27,4%	38,7%	28,1%	24,9%	21,1%	18,5%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	3,6%	7,5%	4,4%	5,5%	4,9%	7,8%	7,6%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	11,5%	12,3%	7,9%	5,2%	9,2%	11,1%	27,4%
Bankschulden	%	11,5%	12,3%	7,9%	5,2%	9,2%	9,3%	9,7%
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%
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%	4,7%
Passive latente Steuern	%	2,7%	3,2%	2,8%	2,7%	3,8%	4,3%	2,3%
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), 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Eigenkapital	%	43,4%	47,6%	75,9%	50,1%	50,8%	52,0%	53,7%
Grundkapital	%	6,5%	5,7%	3,2%	7,4%	7,1%	6,4%	5,8%
Kapitalrücklage	%	3,5%	3,3%	2,0%	4,7%	4,5%	4,1%	3,7%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	26,8%	30,7%	70,7%	38,0%	39,3%	41,4%	44,3%
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	%	6,6%	7,9%	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%
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	%	31,1%	34,0%	12,3%	30,4%	30,7%	31,2%	31,3%
Bankschulden	%	4,5%	4,0%	0,0%	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	%	2,3%	2,1%	0,9%	2,0%	1,9%	1,7%	1,5%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	16,9%	18,1%	8,8%	23,3%	23,9%	24,9%	25,5%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	7,5%	9,9%	2,6%	5,1%	5,0%	4,7%	4,3%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	22,3%	13,3%	5,2%	12,4%	11,5%	10,2%	8,9%
Bankschulden	%	5,7%	1,1%	0,0%	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%
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	%	12,1%	9,3%	4,6%	11,6%	10,8%	9,6%	8,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	4,5%	2,9%	0,7%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Passive latente Steuern	%	3,2%	5,1%	6,6%	7,1%	7,0%	6,6%	6,0%
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, 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Jahresüberschuss	EUR Mio.	2,0	1,8	2,4	1,7	1,4	1,4	0,9
Abschreibungen	EUR Mio.	3,4	4,3	4,2	4,3	4,6	5,3	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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,7	-1,5	-4,4	8,4	0,0	1,4	0,5
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	-0,4	-0,8	0,1	-0,4	0,1	-0,3
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,8	0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-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.	0,0	-1,0	7,4	-7,8	-1,3	-1,2	1,3
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,2	0,3	0,0	-0,3	0,5	0,3	-0,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,5	-1,7
Operativer Cashflow	EUR Mio.	6,9	4,4	8,5	6,0	4,2	6,7	10,0
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,7	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,7	0,4	0,2	-0,2	-3,1	-8,8
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-3,4	-7,5	-3,6	-4,2	-4,9	-5,5	-9,4
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-4,3	3,1	0,2	0,2	0,2	2,9	11,9
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-7,7	-2,9	-3,2	-3,6	-5,0	-5,8	-6,3
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,8	1,5	5,4	2,4	-0,8	0,9	3,6
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genussrechtskapital (EK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	-0,8	-1,4	-1,2	1,2	0,5	1,6
Δ Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genussrechtskapital (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	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,6	-0,8	-0,8	-0,5	-0,5
Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-0,1	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-1,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,9	-2,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-10,2
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,8	-4,1	-2,6	-2,6	-0,3	-1,2	-1,5
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,0	-2,5	2,8	-0,3	-1,1	-0,3	2,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	7,5	7,5	5,0	7,7	7,5	6,4	6,1
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	7,5	5,0	7,7	7,5	6,4	6,1	8,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	2,6	7,3	70,2	7,4	3,2	4,8	6,9
Abschreibungen	EUR Mio.	7,5	7,5	5,7	3,8	4,4	4,4	4,4
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.	0,2	-3,4	2,2	-2,6	-0,3	-1,0	-1,1
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	1,9	0,1	-0,7	0,7	0,4	0,2	0,2
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,3	-0,7	0,5	1,8	-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.	-1,4	1,9	-1,5	1,5	0,8	1,7	2,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,4	1,4	4,0	-3,8	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.	-0,2	0,0	-48,4	-2,8	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	10,3	15,4	27,7	6,1	9,6	11,2	13,3
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,1	-0,3	1,9	-4,0	-1,2	-1,2	-1,3
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-6,9	-5,5	-2,5	-2,8	-4,0	-4,0	-4,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1,1	0,8	44,8	4,6	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-5,9	-4,9	44,0	-2,1	-5,2	-5,2	-5,3
Free Cashflow	EUR Mio.	4,4	10,5	71,8	4,0	4,4	5,9	8,0
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Genussrechtskapital (EK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-1,8	-2,4	-3,1	0,0	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 Genussrechtskapital (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	-7,9	-66,1	-1,6	-1,8	-2,5
Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-1,5	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,4	-0,9	-6,3	-1,8	0,8	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-4,9	-5,6	-18,2	-67,2	-1,0	-1,9	-2,6
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-0,5	4,9	53,5	-63,2	3,4	4,1	5,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	8,3	7,8	12,6	66,2	2,9	6,4	10,4
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	7,8	12,6	66,2	2,9	6,4	10,4	15,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	91,2	101,5	106,3	116,6	120,6	98,9	82,8
Rohertrag	EUR Mio.	27,4	29,5	30,1	29,6	30,7	32,8	34,7
EBITDA	EUR Mio.	6,6	7,3	7,9	6,6	6,7	7,4	8,7
EBIT	EUR Mio.	3,2	3,0	3,6	2,3	2,1	2,2	1,5
EBT	EUR Mio.	2,9	2,8	3,5	2,3	2,1	2,0	1,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	2,0	1,8	2,4	1,7	1,4	1,4	0,9
Anzahl Mitarbeiter		200	217	212	241	239	264	261
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	7,07	10,80	12,48	9,48	12,60	12,60	8,85
Kurs Tief	EUR	4,93	6,94	7,38	7,29	7,75	7,05	6,10
Kurs Durchschnitt	EUR	5,50	8,62	9,64	8,36	9,26	8,83	7,45
Kurs Schlusskurs	EUR	6,88	9,85	8,23	8,15	11,04	8,40	6,55
EPS	EUR	0,40	0,33	0,46	0,24	0,13	0,13	-0,05
BVPS	EUR	4,75	5,28	5,58	5,59	5,49	5,53	5,35
CFPS	EUR	1,91	1,27	2,43	1,71	1,21	1,90	2,84
Dividende	EUR	0,00	0,16	0,23	0,23	0,13	0,13	0,13
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	7,2%	7,1%	7,4%	5,7%	5,6%	7,5%	10,5%
EBIT-Marge	%	3,5%	2,9%	3,4%	2,0%	1,7%	2,2%	1,8%
EBT-Marge	%	3,2%	2,7%	3,3%	1,9%	1,8%	2,1%	1,5%
Netto-Marge	%	2,2%	1,7%	2,3%	1,5%	1,1%	1,4%	1,1%
FCF-Marge	%	-0,9%	1,5%	5,0%	2,0%	-0,6%	0,9%	4,4%
ROE	%	10,7%	8,5%	11,0%	7,7%	6,1%	6,1%	4,0%
NWC/Umsatz	%	-1,1%	1,4%	-1,6%	-2,0%	-0,9%	-1,3%	-3,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	456	468	501	484	505	374	317
Pro-Kopf-EBIT	EURk	15,8	13,7	17,2	9,7	8,8	8,2	5,7
Capex/Umsatz	%	3,7%	7,3%	3,4%	3,6%	4,1%	5,6%	11,3%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	-3,3%	11,3%	4,7%	9,7%	3,4%	-18,0%	-16,3%
Rohertrag	%	4,9%	7,6%	1,8%	-1,4%	3,5%	6,8%	5,9%
EBITDA	%	-4,0%	10,4%	8,5%	-15,7%	1,7%	10,4%	17,0%
EBIT	%	704,7%	-5,6%	22,1%	-35,5%	-10,9%	2,9%	-31,1%
EBT	%	n/a	-5,4%	26,1%	-35,3%	-6,7%	-4,2%	-39,4%
Nettoergebnis	%	n/a	-12,9%	37,9%	-28,5%	-21,2%	1,7%	-35,7%
EPS	%	n/a	-17,7%	40,9%	-48,6%	-44,1%	-3,4%	n/a
CFPS	%	3,3%	-33,6%	92,1%	-29,8%	-29,4%	57,6%	49,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick I, 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	98,3	95,9	93,3	106,3	109,9	120,7	132,9
Rohertrag	EUR Mio.	38,5	47,5	47,6	39,1	36,9	42,2	48,6
EBITDA	EUR Mio.	11,6	18,1	23,7	12,4	10,0	12,3	15,3
EBIT	EUR Mio.	4,0	10,6	17,9	7,7	4,6	6,9	9,9
EBT	EUR Mio.	3,8	10,5	17,9	8,2	4,6	6,9	9,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	2,6	7,3	12,2	5,7	3,2	4,8	6,9
Anzahl Mitarbeiter	X	271	281	225	215	223	231	239
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	11,20	34,40	37,80	53,00	17,90		
Kurs Tief	EUR	5,50	8,85	23,00	15,25	15,60		
Kurs Durchschnitt	EUR	7,14	19,04	26,69	26,26	16,94		
Kurs Schlusskurs	EUR	9,05	34,00	30,80	17,25	15,60	15,60	15,60
EPS	EUR	0,28	1,36	19,24	2,12	0,91	1,37	1,95
BVPS	EUR	5,65	6,91	23,43	6,76	7,20	8,07	9,32
CFPS	EUR	2,92	4,40	7,90	1,74	2,74	3,19	3,80
Dividende	EUR	0,14	2,25	18,82	0,47	0,50	0,70	1,00
Kursziel	EUR							40,40
Performance bis Kursziel	%							159,0%
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	11,8%	18,9%	25,3%	11,7%	9,1%	10,2%	11,5%
EBIT-Marge	%	4,1%	11,1%	19,2%	7,2%	4,2%	5,7%	7,5%
EBT-Marge	%	3,8%	11,0%	19,2%	7,7%	4,2%	5,8%	7,5%
Netto-Marge	%	2,7%	7,6%	13,0%	5,3%	2,9%	4,0%	5,2%
FCF-Marge	%	4,5%	11,0%	76,9%	3,7%	4,0%	4,9%	6,0%
ROE	%	11,3%	25,0%	14,8%	23,9%	12,7%	16,9%	20,9%
NWC/Umsatz	%	-1,9%	-0,5%	-1,2%	0,0%	-0,5%	-1,1%	-1,6%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	363	341	415	494	493	522	556
Pro-Kopf-EBIT	EURk	14,8	37,8	79,7	35,7	20,8	30,0	41,5
Capex/Umsatz	%	7,1%	5,7%	2,7%	2,6%	3,6%	3,3%	3,1%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	18,8%	-2,5%	-2,6%	13,9%	3,4%	9,8%	10,1%
Rohertrag	%	11,0%	23,2%	0,4%	-17,9%	-5,4%	14,3%	15,1%
EBITDA	%	32,7%	56,7%	30,6%	-47,4%	-19,4%	22,7%	24,3%
EBIT	%	171,0%	164,7%	68,6%	-57,3%	-39,4%	48,9%	43,2%
EBT	%	206,9%	179,7%	70,1%	-54,4%	-43,2%	49,6%	42,9%
Nettoergebnis	%	195,4%	176,0%	67,4%	-53,3%	-43,6%	49,6%	42,9%
EPS	%	n/a	378,3%	n/a	-89,0%	-56,9%	49,6%	42,9%
CFPS	%	3,0%	50,5%	79,7%	-78,0%	57,5%	16,4%	19,1%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2013-2019

IFRS (31.12.)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	21,1	23,0	22,0	21,7	22,5	26,3	37,8
Umlaufvermögen	EUR Mio.	20,8	20,1	28,0	19,2	18,5	16,7	18,7
Eigenkapital	EUR Mio.	18,8	20,7	22,0	22,4	22,5	22,7	22,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	23,1	23,2	28,2	19,1	19,3	21,0	34,7
EK-Quote	%	44,9%	47,1%	43,8%	54,1%	53,9%	52,0%	39,0%
Net Gearing Ratio	%	0,0%	7,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Capital	EUR Mio.	-1,0	1,4	-1,7	-2,4	-1,1	-1,3	-3,1
Capital Employed	EUR Mio.	18,7	23,6	19,5	18,6	20,3	23,4	32,6
Asset Turnover	x	2,2	2,3	2,1	2,8	2,9	2,3	1,5
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	25,5	37,9	43,8	33,3	44,2	44,2	31,1
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	17,7	24,4	25,9	25,6	27,2	24,7	21,4
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	19,8	30,3	33,8	29,3	32,5	31,0	26,1
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	24,8	34,6	28,9	28,6	38,8	29,5	23,0
Nettoverschuldung	EUR Mio.	0,0	1,5	-2,6	-3,5	-1,2	-0,4	-1,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	25,5	39,4	41,2	29,8	43,0	43,8	30,1
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	17,7	25,9	23,3	22,1	26,0	24,3	20,4
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	19,8	31,8	31,2	25,9	31,3	30,6	25,1
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	24,8	36,1	26,3	25,1	37,5	29,1	22,0
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
EV/Umsatz Tief	x	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA Hoch	x	3,9	5,4	5,2	4,5	6,4	5,9	3,5
EV/EBITDA Tief	x	2,7	3,6	3,0	3,3	3,9	3,3	2,3
EV/EBITDA Durchschnitt	x	3,0	4,4	4,0	3,9	4,6	4,1	2,9
EV/EBITDA Schlusskurs	x	3,8	5,0	3,3	3,8	5,6	3,9	2,5
EV/EBIT Schlusskurs	x	7,8	12,1	7,2	10,7	17,9	13,5	14,8
KGV Hoch	x	17,7	32,9	27,0	39,9	94,9	98,2	n/a
KGV Tief	x	12,4	21,2	16,0	30,7	58,4	54,9	n/a
KGV Durchschnitt	x	13,8	26,3	20,9	35,2	69,7	68,8	n/a
KGV Schlusskurs	x	17,3	30,0	17,8	34,3	83,1	65,4	n/a
KBV Schlusskurs	x	1,4	1,9	1,5	1,5	2,0	1,5	1,2
KCF Durchschnitt	x	2,9	6,8	4,0	4,9	7,7	4,6	2,6
FCF-Yield	%	-3,3%	4,5%	18,6%	8,2%	-2,0%	3,0%	15,7%
Dividendenrendite	%	0,0%	1,6%	2,8%	2,8%	1,2%	1,5%	2,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick II, 2020-2026e

IFRS (31.12.)		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	37,4	35,0	29,3	31,3	31,1	31,0	30,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	16,1	24,3	77,1	15,8	18,3	23,1	29,5
Eigenkapital	EUR Mio.	23,4	29,1	82,2	23,7	25,3	28,3	32,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	30,5	32,0	26,2	23,6	24,5	26,2	28,2
EK-Quote	%	43,4%	47,6%	75,9%	50,1%	50,8%	52,0%	53,7%
Net Gearing Ratio	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Capital	EUR Mio.	-1,9	-0,4	-1,1	0,0	-0,6	-1,3	-2,2
Capital Employed	EUR Mio.	33,0	32,7	26,9	30,0	29,2	28,4	27,5
Asset Turnover	x	1,8	1,6	0,9	2,2	2,2	2,2	2,2
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	39,3	120,7	132,7	186,0	62,8	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	19,3	31,1	80,7	53,5	54,8	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	25,1	66,8	93,7	92,2	59,5	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	31,8	119,3	108,1	60,5	54,8	54,8	54,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-2,3	-9,6	-66,9	-3,7	-6,4	-10,4	-15,8
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.	37,1	111,2	65,7	182,3	56,5	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	17,0	21,5	13,8	49,8	48,4	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	22,8	57,3	26,8	88,5	53,1	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	29,5	109,8	41,2	56,8	48,4	44,4	38,9
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,4	1,2	0,7	1,7	0,5	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,2	0,2	0,1	0,5	0,4	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,2	0,6	0,3	0,8	0,5	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,3	1,1	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA Hoch	x	3,2	6,1	2,8	14,6	5,6	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	1,5	1,2	0,6	4,0	4,8	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	2,0	3,2	1,1	7,1	5,3	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	2,6	6,1	1,7	4,6	4,8	3,6	3,9
EV/EBIT Schlusskurs	x	7,3	10,3	2,3	7,4	10,4	6,4	3,9
KGV Hoch	x	39,3	25,2	2,0	25,0	19,6	0,0	0,0
KGV Tief	x	19,3	6,5	1,2	7,2	17,1	0,0	0,0
KGV Durchschnitt	x	25,1	14,0	1,4	12,4	18,6	0,0	0,0
KGV Schlusskurs	x	31,8	25,0	1,6	8,2	17,1	11,4	8,0
KBV Schlusskurs	x	1,6	4,9	1,3	2,6	2,2	1,9	1,7
KCF Durchschnitt	x	2,4	4,3	3,4	15,1	6,2	0,0	0,0
FCF-Yield	%	13,9%	8,8%	66,4%	6,5%	8,1%	10,9%	14,6%
Dividendenrendite	%	1,5%	6,6%	61,1%	2,7%	3,2%	4,5%	6,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	2038e	Terminal year
Umsatz	EUR Mio.	109,9	120,7	132,9	145,4	158,5	168,4	175,7	181,5	186,6	191,4	196,2	201,1	206,1	211,3	216,6	222,0
YoY	%	3,4%	9,8%	10,1%	9,4%	9,0%	6,2%	4,4%	3,3%	2,8%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	EUR Mio.	4,6	6,9	9,9	12,4	15,2	16,4	17,4	18,2	19,0	19,8	20,6	21,4	22,2	23,1	24,0	24,9
EBIT-Marge	%	4,2%	5,7%	7,5%	8,5%	9,6%	9,7%	9,9%	10,0%	10,2%	10,3%	10,5%	10,6%	10,8%	10,9%	11,1%	11,0%
Steuern	EUR Mio.	-1,4	-2,2	-3,1	-3,9	-4,7	-5,1	-5,4	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,6	-6,9	-7,2	-7,4	-7,7
Steuerquote (τ)	%	31,0%	31,1%	31,1%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Bereinigtes EBIT(1- τ)	EUR Mio.	3,2	4,8	6,8	8,6	10,5	11,3	12,0	12,6	13,1	13,6	14,2	14,8	15,3	15,9	16,6	17,2
Reinvestment	EUR Mio.	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-5,7
FCFF	EUR Mio.	4,0	5,6	7,8	9,6	11,6	12,4	12,5	12,8	13,2	13,7	14,2	14,8	15,3	15,9	15,5	11,5
WACC	%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	
Diskontierungssatz	%	92,5%	85,5%	79,1%	73,2%	67,7%	62,6%	58,0%	53,7%	49,8%	46,2%	42,9%	39,8%	37,0%	34,4%	32,0%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	3,7	4,8	6,1	7,0	7,9	7,7	7,2	6,9	6,6	6,3	6,1	5,9	5,7	5,5	5,0	
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	45,9															
in % des Enterprise Value	%	33,2%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	29,5															
in % des Enterprise Value	%	21,4%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	62,8															
in % des Enterprise Value	%	45,5%															
Enterprise Value	EUR Mio.	138,2															
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0															
Excess Cash	EUR Mio.	3,6															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	141,8															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,5															
Wert des Eigenkapitals	EUR	40,40															

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)
18.03.2024 / 08:00 Uhr	EUR 40,40 / EUR 15,60	Buy, Gültigkeit 24 Monate	8
08.11.2023 / 14:15 Uhr	EUR 43,00 / EUR 16,05	Buy, Gültigkeit 24 Monate	8
16.08.2023 / 14:15 Uhr	EUR 43,00 / EUR 17,55	Buy, Gültigkeit 24 Monate	8
10.05.2023 / 07:40 Uhr	EUR 45,10 / EUR 36,10	Buy, Gültigkeit 24 Monate	8
24.04.2023 / 11:40 Uhr	EUR 44,90 / EUR 36,50	Buy, Gültigkeit 24 Monate	8
23.02.2023 / 10:55 Uhr	EUR 53,20 / EUR 45,10	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 18.03.2024 um 07:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 15,60.