

## Erlebnis Akademie

Reuters: EADG.DE

Bloomberg: EAD GY

Rating: Buy

Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 8,75

Kursziel: EUR 13,50 (unverändert)

### Veröffentlichung des Jahresabschlusses

Die Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2016 blieb mehrheitlich ohne Überraschungen, nachdem das Unternehmen vorläufige Umsatz-, Besucher- und Ertragszahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr bereits Mitte Januar veröffentlicht hatte. Letztlich konnte die Guidance bei Umsatz und EBIT deutlich übertroffen, das Ergebnis je Aktie gegenüber dem Vorjahr auf EUR 0,43 mehr als verdoppelt werden. Für 2017 hat das Management eine nach unserer Einschätzung vorsichtige Guidance ausgesprochen, die den geplanten, wachstumsbedingten Personalaufbau berücksichtigt, bei normalem Witterungsverlauf u. E. jedoch Spielraum für eine Anhebung im Jahresverlauf lässt. Nach der klaren Outperformance der Aktie (+32,4% LTM) gegenüber dem DAX (27,4% LTM) in einem für Unternehmen typischerweise schwierigen ersten Jahr nach dem Börsengang bestätigen wir unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 13,50 je Aktie (Base-Case-Szenario) und angesichts eines erwarteten Kurspotenzials von 54,3% auch unser Buy-Rating für die Aktien der Erlebnis Akademie.

#### Deutlicher Ergebnisanstieg

Mit **Umsatzerlösen** von EUR 8,0 Mio. (Vorjahr EUR 7,0 Mio., +14,6% YoY) und einem **EBIT (inklusive Beteiligungserträge)** von EUR 1,1 Mio. (Vorjahr EUR 0,6 Mio., +82,3% YoY) konnten die jeweiligen Vorjahreswerte deutlich übertroffen werden. Ursächlich für die hohen Wachstumsraten waren umsatzseitig die Neueröffnung des (inzwischen fünften) Baumwipfelpfades Saarschleife im Juni 2016 und ergebnisseitig die unter den Budgets liegenden Bau- und Personalkosten. Insgesamt wurden die deutschen Baumwipfelpfade im vergangenen Jahr von knapp 917.000 Menschen besucht. Gegenüber dem Vorjahr, als die **Besucherzahlen** bei 789.000 gelegen hatten, errechnet sich damit ein Zuwachs von 16,2%. Unter Berücksichtigung der Besucherzahlen des tschechischen Joint Ventures in Lipno lagen die Gesamtbesucherzahlen im vergangenen Jahr bei 1,23 Mio. Besuchern (Vorjahr 1,14 Mio., +8,3% YoY).

#### Guidance 2017e

Erstmals wurde im Jahresabschluss auch eine Umsatz- und Ergebnis-Guidance für das laufende Geschäftsjahr ausgesprochen. Danach werden Umsätze in Höhe von EUR 8,5 Mio. (+6,5% YoY) und ein EBIT inklusive Beteiligungsergebnis in Höhe von EUR 1,0 Mio. (-7,1% YoY) erwartet. Während den Bestandsobjekten die typischerweise zu beobachtenden Besucherrückgänge zwischen -1,8% und -10,0% zugrunde liegen, wird für den Baumwipfelpfad Saarschleife, der erst im Juni 2016 eröffnet wurde, eine Verdoppelung der Besucherzahlen prognostiziert. Der Ergebnis-Guidance liegen steigende Personalaufwendungen aus der bestehenden Projekt-Pipeline zugrunde sowie die Erwartung, dass die Auslandsbeteiligungen in 2017e noch keine positiven Deckungsbeiträge erwirtschaften werden. Ungeachtet dessen gehen wir davon aus, dass die Guidance bei normalem Witterungsverlauf Spielraum für eine Anpassung im Jahresverlauf offenlässt.

ISIN/WKN: DE0001644565 / 164456
Indizes: -
Transparenzlevel: m:access (Freiverkehr Börse München)
Gewichtete Anzahl Aktien: 1,6 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 13,7 Mio.
Handelsvolumen/Tag: ~500 Stück
Q1/2017: 17. Mai 2017

EUR Mio. (31/12)	2015	2016	2017e	2018e
Nettoumsatz	7,0	8,0	8,5	10,1
EBITDA	1,7	2,3	2,4	2,8
EBIT (ohne Bet.)	0,5	0,9	0,9	1,1
EBT	0,4	0,9	0,8	1,6
EAT	0,3	0,7	0,6	1,4

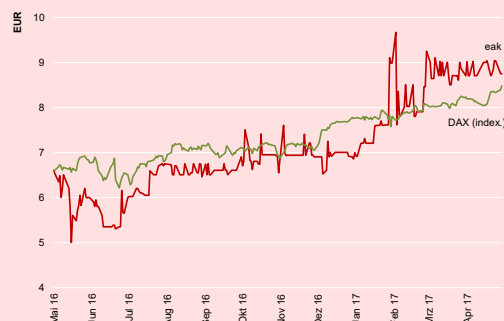
% vom Umsatz	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	24,1%	29,4%	28,0%	28,2%
EBIT (ohne Bet.)	7,0%	11,7%	10,3%	10,6%
EBT	6,2%	11,4%	9,8%	16,2%
EAT	4,6%	8,4%	7,2%	13,5%

Je Aktie/EUR	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,20	0,43	0,39	0,87
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	4,31	4,73	5,13	5,99
Cashflow	0,61	1,41	1,34	2,04

%	2015	2016	2017e	2018e
EK-Quote	52%	44%	30%	35%
Gearing	47%	80%	168%	139%

x	2015	2016	2017e	2018e
KGV	31,4	16,2	22,3	10,1
EV/Umsatz	1,9	2,1	3,2	2,7
EV/EBITDA	7,9	7,2	11,4	9,4
KBV	1,5	1,5	1,7	1,5

EUR Mio.	2017e	2018e
Guidance: Umsatz	8,5	-
Guidance: adj. EBIT	1,0	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Peter Thilo Hasler, CEFA**

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

**Susanne Hasler, CFA**

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

**TABELLE 1: GUIDANCE 2017E IM DETAIL**

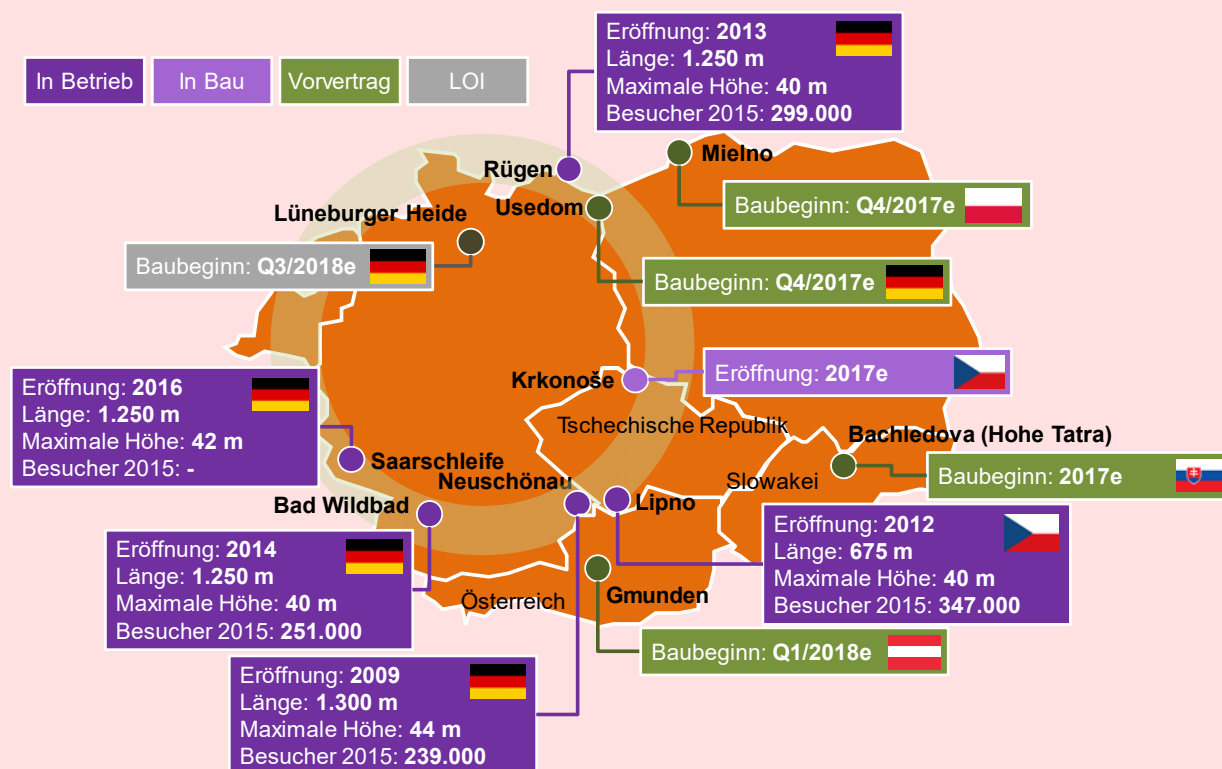
	2017e	2016
Umsatz	EUR 8,5 Mio.	EUR 8,0 Mio.
EBITDA inkl. Beteiligungsergebnis	EUR 2,6 Mio.	EUR 2,5 Mio.
EBIT inkl. Beteiligungsergebnis	EUR 1,0 Mio.	EUR 1,1 Mio.
Besucher	980.000	916.478
Investitionen	EUR 8,2 Mio.	EUR 8,2 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

**Wir gehen für 2017e von neuen Rekordwerten bei Umsatz und Ertrag aus**

Angesichts der Guidance haben wir unser Modell überarbeitet und zudem die Methodik geändert: So werden wir zukünftig Projekte, für die lediglich ein LOI vorliegt, nicht mehr in unser Prognosemodell einarbeiten, sondern diese erst nach erfolgtem Baubeginn bzw. mit Vorliegen eines Baudatums in den Schätzungen berücksichtigen. Dementsprechend rechnen im Einklang mit der Guidance für 2017e mit Umsätzen von EUR 8,5 Mio. und einem EBIT inkl. Beteiligungsergebnis von EUR 1,0 Mio. Für 2018e erwarten wir Erlöse von EUR 10,1 Mio. (+17,9% YoY) und ein operatives Ergebnis in Höhe von EUR 1,9 Mio.

**ABBILDUNG 1: BESTEHENDE UND GEPLANTE STANDORTE**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Eröffnung von zwei neuen Baumwipfelpfaden in 2017e**

Nachdem im vergangenen August die Bauarbeiten für den Baumwipfelpfad im tschechischen Krkonoše (Riesengebirge) bei Johanniskbad begonnen haben, dem mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von rund EUR 6,6 Mio. bisher größten Projekt in der eak-Geschichte (Eröffnung voraussichtlich Sommer 2017), wird mit dem Baumwipfelpfad Bachledova im Nationalpark Hohe Tatra Angaben gemäß im laufenden Jahr ein zweiter Baumwipfelpfad eröffnet werden können. Ursächlich für die überraschende Eröffnung eines zweiten Pfades in nur einem

Kalenderjahr ist, dass an diesem Standort die Genehmigungsprozesse deutlich schneller abgeschlossen werden konnten als erwartet und dass sich eak auch bei den Finanzierungsverhandlungen offensichtlich in einem fortgeschrittenen Stadium befindet. Die Eröffnung von Bachledova, einem bekannten slowakischen Wintersportzentrum, ist für den Spätherbst 2017 vorgesehen. Ergebniseffekte aus Bachledova werden für dieses Jahr nicht mehr erwartet.

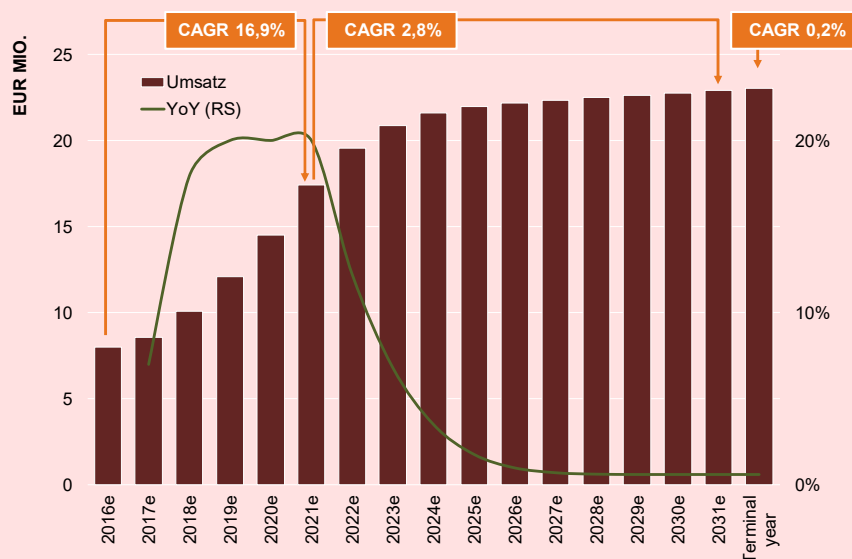
**Nach der Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2016 haben wir unser dreistufiges DCF-Entity-Modell überarbeitet: Nach Anpassung unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen ergibt unser DCF-Modell im Base-Case-Szenario ein unverändertes Kursziel von EUR 13,50 je Aktie. In einer Monte Carlo-Simulation ergeben sich Bear-Case-Werte von EUR 13,20 und Bull-Case-Werte von EUR 17,60 je Aktie.**

### Bewertung anhand eines dreistufigen DCF-Modells

Das Geschäftsmodell von eak ist verhältnismäßig kapitalintensiv: Investitionen in neue Baumwipfelpfade stellen angesichts tendenziell rückläufiger Besucherzahlen in den Bestandsprojekten die wesentlichen Quelle weiteren Wachstums dar. Deren Realisierung ist dementsprechend mit hohen Nettoinvestitionen verbunden. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist daher ein langfristig angelegtes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien der eak AG.

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

ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die von uns erwarteten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 16,9% bzw. 2,8%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2016-21e in Höhe von 16,9%. Treiber des Wachstums sind die Eröffnung weiterer Baumwipfelpfade.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die nach zehn Jahren in 2031e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Nettoumsätze von 2,8% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins 30-jähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Darüber hinaus unterstellen wir für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell im Einzelnen,

- ☉ dass sich die **EBIT-Margen** unter Berücksichtigung der Beteiligungsergebnisse von 16,7% in 2021e auf 18,3% in 2031e sukzessive erhöhen und sie in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 16,4% liegen;
- ☉ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, da wir davon ausgehen, dass eak nach Beendigung des aktuellen Investitionszyklus nur noch Erweiterungen der bestehenden Naturerlebniseinrichtungen vornehmen wird;
- ☉ dass sich der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode aufgrund mangelnder Verlustvorträge an einem Durchschnittsniveau von 29,0% orientiert; die im Ausland erwirtschafteten Beteiligungserträge bleiben demgegenüber nahezu steuerfrei.
- ☉ ein Fundamental-**beta** von 0,9, das sich in Ermangelung statistisch signifikanter Börsenkurse aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

**TABELLE 2: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA**

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	-0,10
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,00
Markt-beta	1,00
<b>Fundamental-beta</b>	<b>0,90</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ eine EBIT-Interest Coverage Ratio (2016) von 4,9x, die wir aus dem operativen Ergebnis von EUR 0,9 Mio. und einem Zinsaufwand von rund EUR 0,2 Mio. errechnen; daraus leiten wir ein synthetisches Rating von A- ab. Unterstellen wir ferner eine Recovery Rate von 25%, errechnet sich daraus eine jährliche **Ausfallwahrscheinlichkeit** des Unternehmens im Terminal Value von 2,3% pro Jahr.
- ☉ dass die von eak aktuell erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 4,5% diskontiert werden. Neben dem Fundamental-beta von 0,9, setzt sich dieser Diskontierungszins aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittelwerts) von derzeit 3,8% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem erwarteten Rating von A- sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 2,3% als angemessen an. Angesichts des kapitalintensiven Geschäftsmodells leiten wir für eak eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 60,0%/40,0% ab;

**TABELLE 3: WACC**

<b>Kosten des Eigenkapitals nach CAPM</b>		<b>4,0%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Staatsanleihe)	%	0,6%
Beta		0,9
Erwartete Risikoprämie	%	3,8%
<b>Small Cap-Prämie</b>	<b>%</b>	<b>2,0%</b>
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	60,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>3,6%</b>
<b>Kosten der Verschuldung</b>		<b>2,2%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Staatsanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	2,3%
Steuerquote	%	22,5%
Zielkapitalstruktur	%	40,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>0,9%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>		<b>4,5%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☹ dass eak in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Anstieg der WACC von derzeit 4,5% auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

#### Base-Case-Szenario mit Kursziel von EUR 13,50 je Aktie

Der Enterprise Value von eak liegt in unserem Modell bei EUR 27,1 Mio. Aus diesem werden etwa 70,6% über den Terminal Value abgeleitet, -34,9% bzw. 64,3% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Der negative Wert der Detailplanungsphase ergibt sich aus dem Investitionsprogramm dieser Phase. Angesichts einer aktuellen Nettoverschuldung von EUR 5,9 Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 21,2 Mio. Bei aktuell 1,6 Mio. Stück Aktien errechnet sich ein Wert von EUR 13,50 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 13,50 je Aktie

**TABELLE 4: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Barwert Terminal Value	EUR Mio.	19,2
in % des Enterprise Value	%	70,6%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-9,5
in % des Enterprise Value	%	-34,9%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	17,4
in % des Enterprise Value	%	64,3%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>27,1</b>
Finanzschulden	EUR Mio.	-8,3
Excess Cash	EUR Mio.	2,3
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	21,2
Anzahl Aktien	Mio.	1,6
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>13,50</b>

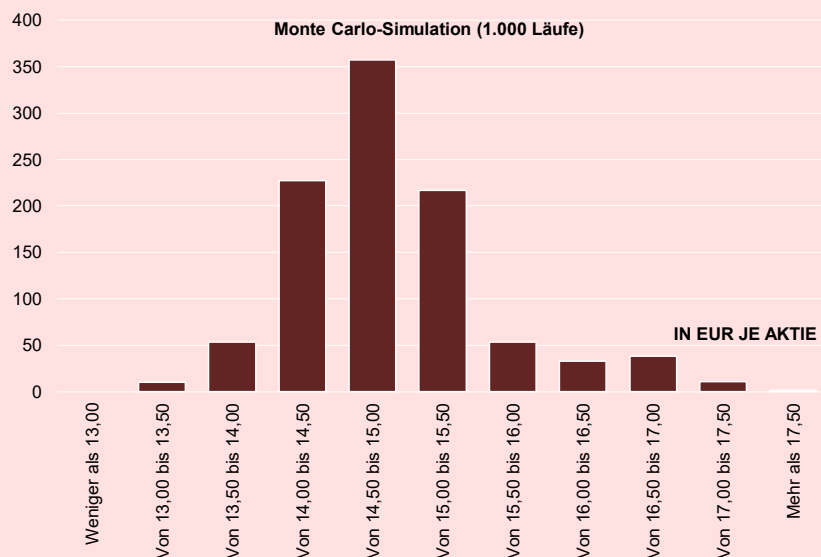
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

#### Erweiterte Szenarioanalyse anhand einer Monte Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 3 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value, noch weiter ausgedehnt und insgesamt rund 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Insgesamt zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR

13,00 bzw. über EUR 17,50 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Umsatzwachstumsrate während der Grobplanungsphase und Free Cashflow-Wachstumsrate im Terminal Value nicht erreicht werden können.

**ABBILDUNG 3: HISTOGRAMM AUS DER MONTE CARLO-SIMULATION**



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden. Das Ergebnis ist eine linkssteile (rechtsschiefe) Verteilung mit einem Modus bei Werten des Eigenkapitals zwischen EUR 14,50 und EUR 15,00 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Klar positive Kursentwicklung seit dem IPO

In den vergangenen zwölf Monaten zeigten die Aktien der eak mit einem Zugewinn von 34,2% eine klar bessere Performance als der DAX (27,4%). Im Vergleich mit anderen Neuemissionen schneidet die eak-Aktie seit dem Börsengang dagegen im Mittelfeld ab. Zwar war der Börsengang von eak bereits 2015, da dieser jedoch erst im Dezember stattfand, haben wir die Kursentwicklung von eak mit der anderer Neuemissionen des Jahres 2016 verglichen. Dabei zeigt sich, dass eak mit einem Kursgewinn von 16,7% zu den Neuemissionen des letzten Jahres mit einer insgesamt positiven Performance zählt.

**TABELLE 5: VERGLEICH DER PERFORMANCE DER NEUEMISSIONEN 2016**

Unternehmen	Erstnotiz	Emission	Aktueller Kurs	Performance
Brain Technology	09.02.2016	9,00	18,00	100,0%
Uniper	12.09.2016	10,02	16,05	60,3%
va-Q-tec	29.09.2016	12,30	16,60	35,0%
Shop Apotheke Europe	13.10.2016	28,00	33,15	18,4%
eak	11.12.2015	7,50	8,75	16,7%
Senvion	23.03.2016	16,00	12,36	-22,8%
Innogy	07.10.2016	37,30	33,98	-8,9%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Bestätigung unseres Buy-Ratings

Vor dem Hintergrund der Outperformance gegenüber dem DAX und des von uns erwarteten weiteren Kurspotenzials bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der eak. Auf der Basis unserer Finanzplanungen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) wäre die eak-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL**

X	Bewertung zum aktuellen Kurs		Bewertung zum Kursziel EUR 13,50	
	2017e	2018e	2017e	2018e
KGV	22,3x	10,1x	34,4x	15,6x
EV/Umsatz	3,2x	2,7x	4,1x	3,4x
EV/EBIT	11,4x	9,4x	14,5x	12,0x
KBV	1,7x	1,5x	2,6x	2,3x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von eak in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über die Eröffnung neuer Standorte, auch durch das Eingehen von Beteiligungen im Ausland; **(2)** Aussagen über eine im Jahresvergleich erneute Ergebnissteigerung. Darüber hinaus sehen wir langfristig Indizien für eine Anpassung der Unternehmensbewertung nach oben, da nach dem Börsengang sowohl beim Diskontierungssatz – insbesondere der beta-Faktor wurde mit 1,1 konservativ angesetzt – als auch bei den EBIT-Margen im Terminal Value von 16,4% (mit Einbeziehung der Beteiligungserträge) attraktivere Werte angesetzt werden könnten.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

### Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** Hohe Bedeutung der Standortauswahl mit erheblichen Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage; **(2)** ausgeprägte Saisonalitäten bei hoher Abhängigkeit von den Wetterbedingungen insbesondere in den saisonal wichtigen Sommer- und Herbstmonaten; **(3)** geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aufgrund hoher Capex-Erfordernisse; **(4)** Kannibalisierungsriskiken auch durch öffentlich-rechtliche Wettbewerber, etwa auf Gemeindeebene; **(5)** abgesehen von hohen Capex grundsätzlich niedrige Markteintrittsbarrieren in einem limitierten Markt; **(6)** Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen – auch wenn das Umsetzungs-Know-how in der Regel vom jeweiligen Marketingleiter und Projektmanager mitgetragen wird.

### Führender Anbieter von Naturerlebniseinrichtungen in Mitteleuropa

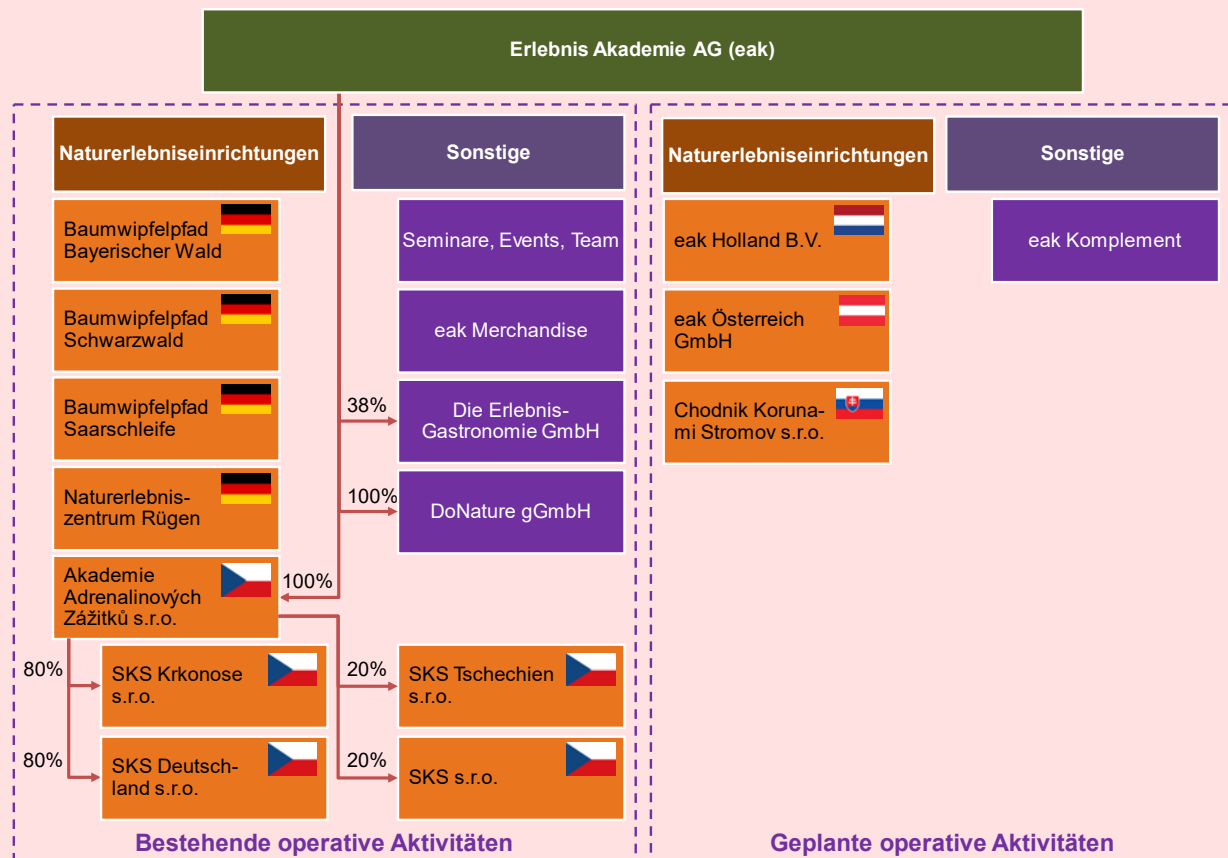
Die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG konzipiert, errichtet und betreibt an hochfrequentierten Ausflugszielen Naturerlebniseinrichtungen, insbesondere Baumwipfelpfade. Mit über 1,23 Mio. Besuchern im Jahr 2016 ist das oberpfälzische Unternehmen der führende Anbieter von Baumwipfelpfaden in Mitteleuropa. eak ist aus unserer Sicht klarer Innovationsführer am Markt. Die bislang von eak eingeführten Attraktionen, angefangen vom „Baum-Ei“ bis zur „Erdhöhle“, die im nächsten Baumwipfelpfad in Tschechien realisiert wird, sind auch heute „revolutionär“ und stellen nach unserer Einschätzung eine sinnvolle Erweiterung des Geschäftsmodells dar. Weitaus höhere Besucherzahlen als vergleichbare Baumwipfelpfade anderer Anbieter belegen, dass diese „Premium-Strategie“ auch unter ökonomischen Aspekten Wettbewerbsvorteile ermöglicht.

**Geschäftsmodell:** Konzeption, Errichtung und Betrieb von Baumwipfelpfaden an hochfrequentierten Ausflugszielen

### Umsetzung einer stringenten Wachstumsstrategie

Die Unternehmensstrategie von eak basiert auf **(1)** einer Beschleunigung des organischen Wachstums, um in einem begrenzten Markt die bestehenden Marktchancen zu nutzen, was **(2)** einen Ausbau der Marktführerschaft zur Folge haben soll – auch durch Beteiligungen, etwa im Ausland, **(3)** einer Erweiterung der Produkt- und Dienstleistungspalette, beispielsweise um den Ausbau von Merchandising-Dienstleistungen oder Komplementoren-Marketingangebote, sowie in **(4)** der Umsetzung einer Dach- und Submarkenstrategie.

ABBILDUNG 4: ORGANIGRAMM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL



Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,2</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,3</b>
YoY	%	n/a	181,7%	-15,3%	-7,9%	68,5%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
in % der Umsatzerlöse	%	0,9%	0,4%	0,6%	1,8%	1,3%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,8
in % der Umsatzerlöse	%	-36,2%	-8,1%	-13,0%	-16,0%	-18,1%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>
in % der Umsatzerlöse	%	75,8%	92,7%	90,0%	88,8%	86,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,4	-0,6	-0,8	-1,1	-1,8
in % der Umsatzerlöse	%	-31,1%	-18,3%	-29,8%	-41,3%	-41,8%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sozialabgaben	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-1,1
in % der Umsatzerlöse	%	-27,1%	-17,3%	-23,3%	-25,6%	-24,5%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>
in % der Umsatzerlöse	%	17,6%	57,1%	37,0%	21,9%	20,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	-0,5
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
in % der Umsatzerlöse	%	8,0%	47,9%	20,3%	9,2%	7,5%
YoY	%	n/a	1597,9%	-64,2%	-58,1%	37,8%
<b>Erträge aus Beteiligungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
SKS Krkonose	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SKS Lipno	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baumwipfelpfad Valkenburg	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baumwipfelpfad Dänemark	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baumwipfelpfad Österreich	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
in % der Umsatzerlöse	%	4,8%	45,9%	17,7%	9,5%	4,6%
YoY	%	n/a	2620,6%	-67,3%	-50,5%	-17,7%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
EE-Steuerquote	%	-20,9%	-10,6%	-28,2%	-22,2%	-31,3%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	0,226	0,226	0,226	0,306	0,306
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,19</b>	<b>4,96</b>	<b>1,05</b>	<b>0,61</b>	<b>0,44</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>10,1</b>
YoY	%	33,8%	20,6%	14,6%	7,0%	17,9%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
in % der Umsatzerlöse	%	2,2%	1,0%	1,0%	0,7%	0,7%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,0</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>10,2</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,8	-0,9	-0,7	-0,8	-0,9
in % der Umsatzerlöse	%	-13,5%	-12,4%	-9,1%	-9,0%	-9,0%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,9</b>	<b>9,3</b>
in % der Umsatzerlöse	%	91,0%	89,7%	92,8%	92,4%	92,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-2,2	-2,6	-2,9	-3,2	-3,7
in % der Umsatzerlöse	%	-37,9%	-37,5%	-36,5%	-37,3%	-37,2%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	0,0	-2,2	-2,4	0,0	0,0
Sozialabgaben	EUR Mio.	0,0	-0,4	-0,5	0,0	0,0
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-1,7	-2,0	-2,1	-2,3	-2,7
in % der Umsatzerlöse	%	-29,5%	-28,1%	-26,9%	-27,2%	-26,9%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>
in % der Umsatzerlöse	%	23,7%	24,1%	29,4%	28,0%	28,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,8
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>
in % der Umsatzerlöse	%	7,2%	7,0%	11,7%	10,3%	10,6%
YoY	%	27,2%	18,0%	91,0%	-5,3%	20,8%
<b>Erträge aus Beteiligungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>
SKS Krkonose	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
SKS Lipno	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Baumwipfelpfad Valkenburg	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Baumwipfelpfad Dänemark	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baumwipfelpfad Österreich	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>
in % der Umsatzerlöse	%	5,2%	6,2%	11,4%	9,8%	16,2%
YoY	%	50,4%	43,0%	111,8%	-8,3%	94,5%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
EE-Steuerquote	%	-31,1%	-25,0%	-26,2%	-26,5%	-16,7%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	1,375	1,568	1,568	1,568	1,568
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,15</b>	<b>0,20</b>	<b>0,43</b>	<b>0,39</b>	<b>0,87</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Sachanlagen</b>	EUR Mio.	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,1</b>	<b>6,4</b>
Grundstücke	EUR Mio.	0,0	0,3	0,5	0,7	1,1
Technische Anlagen	EUR Mio.	2,5	2,5	2,3	2,1	4,4
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,1	0,3	0,4	0,4	0,7
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	1,8	0,1
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Wertpapiere des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
DIO	d	0	0	21	0	57
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
DSO	d	22	6	5	11	7
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,5	2,5
Kasse	EUR Mio.	1,1	1,5	1,0	3,4	0,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>9,6</b>	<b>10,0</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>
Eigenkapitalquote	%	29,5%	52,4%	52,9%	44,7%	34,9%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,0	1,0	1,0	2,4	2,4
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	1,1	1,4	0,6
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,0	1,3	0,4	0,2	0,1
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>4,5</b>	<b>6,4</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	2,0	2,0	2,0	3,6	5,9
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,8	0,1	0,2	0,8	0,3
Tage	d	252	13	20	116	28
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>9,6</b>	<b>10,0</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

## Bilanz, 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>	<b>14,1</b>	<b>22,3</b>	<b>23,3</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Sachanlagen</b>	EUR Mio.	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>12,8</b>	<b>19,5</b>	<b>18,6</b>
Grundstücke	EUR Mio.	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Technische Anlagen	EUR Mio.	8,3	7,9	10,9	17,6	16,7
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>2,8</b>	<b>4,7</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	1,8	3,7
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Wertpapiere des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
DIO	d	49	36	41	70	89
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DSO	d	3	3	5	4	4
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
Kasse	EUR Mio.	1,0	2,3	2,3	4,0	3,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,3</b>	<b>13,1</b>	<b>17,0</b>	<b>26,9</b>	<b>27,1</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>	<b>8,0</b>	<b>9,4</b>
Eigenkapitalquote	%	40,7%	51,6%	43,7%	29,9%	34,7%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Kapitalrücklage	EUR Mio.	2,6	3,9	3,9	3,9	3,9
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	0,7	0,9	1,3	1,9	2,6
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,2	0,3	0,7	0,6	1,4
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,1</b>	<b>6,1</b>	<b>9,2</b>	<b>18,5</b>	<b>17,2</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	5,7	5,5	8,3	17,5	16,1
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	n/a	1,5	1,3	1,0	0,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,9	0,4	0,4	0,5	0,6
Tage	d	55	19	17	21	21
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	0,2	0,5	0,5	0,4
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,3</b>	<b>13,1</b>	<b>17,0</b>	<b>26,9</b>	<b>27,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Bilanz (normalisiert), 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>67,4%</b>	<b>65,3%</b>	<b>72,5%</b>	<b>58,6%</b>	<b>69,4%</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	<b>0,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>63,5%</b>	<b>61,6%</b>	<b>63,9%</b>	<b>53,2%</b>	<b>63,6%</b>
Grundstücke	%	0,0%	6,1%	9,6%	7,7%	11,2%
Technische Anlagen	%	60,8%	50,3%	45,1%	22,4%	44,5%
Andere Anlagen	%	2,8%	5,2%	7,0%	4,3%	6,9%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	2,2%	18,8%	1,0%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,6%</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	0,0%	0,6%	0,6%	0,3%	0,3%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	1,7%
Beteiligungen	%	1,8%	1,5%	6,4%	3,4%	3,2%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	1,5%	1,2%	1,4%	0,6%	0,3%
Wertpapiere des Anlagevermögens	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Ausleihungen	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>31,5%</b>	<b>33,9%</b>	<b>26,8%</b>	<b>41,1%</b>	<b>30,2%</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	1,6%	0,7%	0,7%	0,3%	0,0%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	1,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	1,7%	1,1%	0,7%	0,8%	0,9%
Sonstige Forderungen	%	1,4%	1,3%	4,5%	4,9%	24,8%
Kasse	%	26,9%	30,8%	20,5%	35,0%	3,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,1%	0,8%	0,7%	0,4%	0,4%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>29,5%</b>	<b>52,4%</b>	<b>52,9%</b>	<b>44,7%</b>	<b>34,9%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	5,5%	4,6%	4,4%	3,2%	3,1%
Kapitalrücklage	%	23,6%	19,9%	19,2%	25,2%	24,2%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,4%	0,4%	0,2%	0,2%
Gewinn-Verlustvortrag	%	-0,5%	0,0%	22,0%	14,2%	6,1%
Jahresüberschuss	%	1,0%	27,4%	6,9%	1,9%	1,3%
<b>Rückstellungen</b>	%	<b>0,6%</b>	<b>4,2%</b>	<b>1,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>1,0%</b>
Steuerrückstellungen	%	0,1%	3,1%	0,2%	0,0%	0,1%
Sonstige Rückstellungen	%	0,6%	1,1%	1,6%	7,8%	1,0%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>69,7%</b>	<b>43,5%</b>	<b>45,3%</b>	<b>47,4%</b>	<b>64,1%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	49,1%	40,4%	38,8%	37,9%	59,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	19,8%	2,4%	3,1%	8,6%	3,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,9%	0,7%	3,4%	0,9%	1,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (normalisiert), 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>87,8%</b>	<b>78,8%</b>	<b>83,0%</b>	<b>83,0%</b>	<b>86,0%</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	<b>0,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>83,1%</b>	<b>74,3%</b>	<b>75,0%</b>	<b>72,4%</b>	<b>68,7%</b>
Grundstücke	%	9,3%	8,3%	6,4%	4,1%	4,0%
Technische Anlagen	%	67,7%	60,1%	64,3%	65,6%	61,8%
Andere Anlagen	%	5,9%	5,0%	4,2%	2,6%	2,8%
Geleistete Anzahlungen	%	0,2%	0,8%	0,2%	0,1%	0,1%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>4,5%</b>	<b>4,4%</b>	<b>7,9%</b>	<b>10,6%</b>	<b>17,3%</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	2,6%	2,7%	2,0%	6,9%	13,6%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,2%	0,1%	3,6%	2,3%	2,3%
Beteiligungen	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	1,5%	1,4%	1,1%	0,7%	0,8%
Wertpapiere des Anlagevermögens	%	0,0%	0,0%	0,9%	0,6%	0,6%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>10,8%</b>	<b>19,7%</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,6%</b>	<b>13,6%</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	0,1%	0,2%	0,0%	0,6%	0,8%
Vorräte	%	0,9%	0,7%	0,5%	0,6%	0,8%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	0,4%	0,4%	0,6%	0,3%	0,4%
Sonstige Forderungen	%	1,6%	0,7%	1,0%	0,3%	0,4%
Kasse	%	7,8%	17,7%	13,8%	14,8%	11,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,3%	1,5%	1,1%	0,4%	0,4%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>40,7%</b>	<b>51,6%</b>	<b>43,7%</b>	<b>29,9%</b>	<b>34,7%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	11,2%	12,0%	9,2%	5,8%	5,8%
Kapitalrücklage	%	21,6%	29,8%	22,9%	14,5%	14,4%
Gewinnrücklagen	%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Gewinn-Verlustvortrag	%	6,1%	7,2%	7,5%	7,2%	9,4%
Jahresüberschuss	%	1,7%	2,4%	3,9%	2,3%	5,0%
<b>Rückstellungen</b>	%	<b>1,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>2,0%</b>
Steuerrückstellungen	%	0,3%	0,5%	0,8%	0,4%	0,7%
Sonstige Rückstellungen	%	0,6%	1,6%	1,7%	1,0%	1,2%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>58,3%</b>	<b>46,3%</b>	<b>53,9%</b>	<b>68,7%</b>	<b>63,3%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	46,9%	41,8%	48,7%	65,2%	59,5%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	7,2%	2,8%	2,2%	1,9%	2,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	4,2%	1,8%	2,9%	1,7%	1,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Cashflow-Statement, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	1,3	0,4	0,2	0,1
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	0,3	0,5	0,3	0,5
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	-0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,2	-0,2	0,4
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,1	-0,1	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,7	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	-0,7	0,0	0,7	-0,5
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,1	-0,1	0,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,3	-0,1	-0,1
Investitionen in IAV	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV	EUR Mio.	n/a	-0,7	-0,7	-2,2	-1,8
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	-3,1
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-4,9</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-4,4</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,1	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	1,4	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	1,7	2,3
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	-0,9
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,1</b>	<b>1,4</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	0,4	-0,5	2,3	-3,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	1,1	1,5	1,0	3,4
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>3,4</b>	<b>0,3</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						



## Cashflow-Statement, 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,2	0,3	0,7	0,6	1,4
Abschreibungen	EUR Mio.	1,0	1,2	1,4	1,5	1,8
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	2,3	0,1	-0,1	0,1	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,6	-0,5	0,0	0,1	0,1
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,3	-0,3	0,3	0,0	0,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,3	0,0	-0,2	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,8	-1,5	-1,8
Investitionen in IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV	EUR Mio.	-4,8	-0,7	-4,4	-8,2	-0,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-4,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>-9,7</b>	<b>-2,8</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-7,6</b>	<b>0,4</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	1,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,2	1,3	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,1	-0,5	2,8	9,2	-1,4
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	0,0	0,2	0,5	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>3,3</b>	<b>9,2</b>	<b>-1,4</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,6	1,4	0,2	1,6	-1,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,3	1,0	2,3	2,3	4,0
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,0</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Auf einen Blick I, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Key Data</b>						
Umsatz	EUR Mio.	1,2	3,3	2,8	2,6	4,3
Rohhertrag	EUR Mio.	0,9	3,0	2,5	2,3	3,7
EBITDA	EUR Mio.	0,2	1,9	1,0	0,6	0,9
EBIT	EUR Mio.	0,1	1,6	0,6	0,2	0,3
EBT	EUR Mio.	0,1	1,5	0,5	0,2	0,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	1,3	0,4	0,2	0,1
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		11,7	19,7	24,3	27,5	46,1
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	EUR	0,19	4,96	1,05	0,61	0,44
BVPS	EUR	5,41	11,36	11,92	14,02	11,41
CFPS	EUR	n/a	5,16	3,14	4,90	1,77
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					
Performance bis Kursziel	%					
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	%	17,6%	57,1%	37,0%	21,9%	20,2%
EBIT-Marge	%	8,0%	47,9%	20,3%	9,2%	7,5%
EBT-Marge	%	4,8%	45,9%	17,7%	9,5%	4,6%
Netto-Marge	%	3,6%	41,0%	12,6%	7,3%	3,1%
FCF-Marge	%	n/a	13,7%	-8,6%	-29,5%	-102,0%
ROE	%	3,4%	52,4%	13,0%	4,3%	3,8%
NWC/Umsatz	%	-58,4%	-0,8%	-2,4%	-27,8%	-2,8%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	99,8	166,2	114,5	93,2	93,6
Pro-Kopf-EBIT	EUR	7,9	79,7	23,2	8,6	7,1
Capex/Umsatz	%	n/a	-21,1%	-24,8%	-85,0%	-42,0%
<b>Wachstumsraten</b>						
Umsatz	%	n/a	181,7%	-15,3%	-7,9%	68,5%
Rohhertrag	%	n/a	244,2%	-17,7%	-9,2%	64,1%
EBITDA	%	n/a	811,7%	-45,1%	-45,4%	55,1%
EBIT	%	n/a	n/a	-64,2%	-58,1%	37,8%
EBT	%	n/a	n/a	-67,3%	-50,5%	-17,7%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-73,9%	-47,0%	-28,0%
EPS	%	n/a	n/a	-78,7%	-42,3%	-28,0%
CFPS	%	n/a	n/a	-39,1%	55,8%	-63,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

## Auf einen Blick I, 2014-18e

HGB (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Key Data</b>						
Umsatz	EUR Mio.	5,8	7,0	8,0	8,5	10,1
Rohertrag	EUR Mio.	5,3	6,2	7,4	7,9	9,3
EBITDA	EUR Mio.	1,4	1,7	2,3	2,4	2,8
EBIT	EUR Mio.	0,4	0,5	0,9	0,9	1,1
EBT	EUR Mio.	0,3	0,4	0,9	0,8	1,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,2	0,3	0,7	0,6	1,4
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		57,5	63,0	76,3	80,2	101,0
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	EUR	n/a	7,50	7,70	9,67	n/a
Kurs Tief	EUR	n/a	6,40	5,00	6,86	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	7,12	6,31	8,28	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	6,40	6,91	8,75	8,75
EPS	EUR	0,15	0,20	0,43	0,39	0,87
BVPS	EUR	3,63	4,31	4,73	5,13	5,99
CFPS	EUR	3,09	0,61	1,41	1,34	2,04
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					13,50
Performance bis Kursziel	%					54,3%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	%	23,7%	24,1%	29,4%	28,0%	28,2%
EBIT-Marge	%	7,2%	7,0%	11,7%	10,3%	10,6%
EBT-Marge	%	5,2%	6,2%	11,4%	9,8%	16,2%
Netto-Marge	%	3,5%	4,6%	8,4%	7,2%	13,5%
FCF-Marge	%	-10,0%	2,8%	-39,1%	-88,9%	4,4%
ROE	%	4,1%	4,7%	9,0%	7,7%	14,5%
NWC/Umsatz	%	-12,3%	-2,8%	-2,4%	-1,3%	-0,4%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	100,5	110,7	104,6	106,5	99,7
Pro-Kopf-EBIT	EUR	7,2	7,8	12,2	11,0	10,6
Capex/Umsatz	%	-83,8%	-10,6%	-55,6%	-96,2%	-9,2%
<b>Wachstumsraten</b>						
Umsatz	%	33,8%	20,6%	14,6%	7,0%	17,9%
Rohertrag	%	40,9%	18,9%	18,5%	6,6%	17,8%
EBITDA	%	57,4%	22,4%	39,8%	2,1%	18,8%
EBIT	%	27,2%	18,0%	91,0%	-5,3%	20,8%
EBT	%	50,4%	43,0%	111,8%	-8,3%	94,5%
Nettoergebnis	%	51,0%	57,9%	109,7%	-8,0%	120,5%
EPS	%	-66,4%	38,4%	109,7%	-8,0%	120,5%
CFPS	%	74,5%	-80,2%	129,5%	-4,6%	52,1%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Auf einen Blick II, 2009-13

HGB (31.12.)		2009	2010	2011	2012	2013
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	2,6	3,0	3,2	5,1	6,4
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6
Umlaufvermögen	EUR Mio.	1,3	1,7	1,4	3,9	3,0
Eigenkapital	EUR Mio.	1,2	2,6	2,7	4,3	3,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,9	2,3	2,4	5,3	6,5
EK-Quote	%	29,5%	52,4%	52,9%	44,7%	34,9%
Gearing	%	75,2%	18,3%	34,7%	6,5%	160,8%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,7	0,0	-0,1	-0,7	-0,1
Asset Turnover	x	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4
EBITDA-ICR	x	4,4	25,6	13,3	6,7	6,6
<b>Enterprise Value</b>						
Anzahl Aktien	1.000	226	226	226	306	306
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nettoverschuldung	EUR Mio.	0,9	0,5	0,9	0,3	5,6
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
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Cashflow</b>						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	n/a	1,2	0,7	1,5	0,5
Investiver Cashflow	EUR Mio.	n/a	-0,7	-0,9	-2,3	-4,9
Free Cashflow	EUR Mio.	n/a	0,4	-0,2	-0,8	-4,4
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,2	3,1	1,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

## Auf einen Blick II, 2014-18e

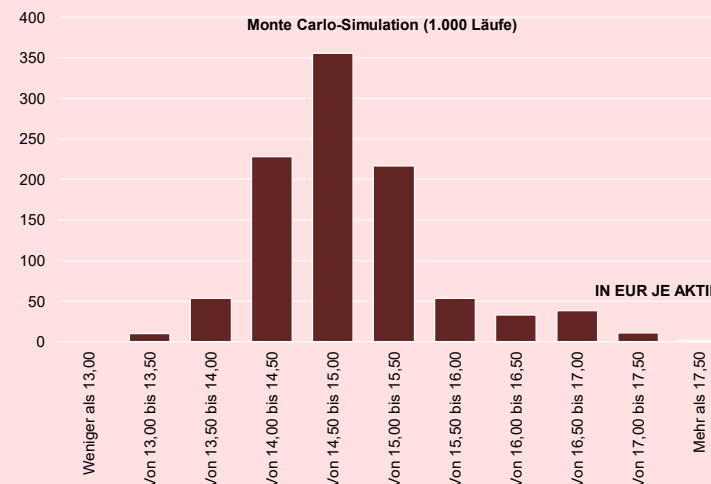
HGB (31.12.)		2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	10,2	9,7	12,8	19,5	18,6
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	0,6	1,3	2,8	4,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	1,3	2,6	2,7	4,5	3,7
Eigenkapital	EUR Mio.	5,0	6,8	7,4	8,0	9,4
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	7,3	6,3	9,6	18,8	17,7
EK-Quote	%	40,7%	51,6%	43,7%	29,9%	34,7%
Gearing	%	96,1%	46,6%	80,1%	168,4%	139,4%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,7	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Asset Turnover	x	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4
EBITDA-ICR	x	10,7	9,3	12,3	12,0	11,4
<b>Enterprise Value</b>						
Anzahl Aktien	1.000	1.375	1.568	1.568	1.568	1.568
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	11,8	12,1	15,2	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	10,0	7,8	10,8	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	11,2	9,9	13,0	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	10,0	10,8	13,7	13,7
Nettoverschuldung	EUR Mio.	4,8	3,1	5,9	13,5	13,1
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
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	14,9	18,0	28,7	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	13,2	13,8	24,3	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	14,3	15,8	26,5	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	13,2	16,8	27,3	26,8
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	2,14	2,26	3,36	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	1,89	1,73	2,84	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	2,05	1,98	3,11	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	1,89	2,10	3,19	2,66
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	8,9	7,7	12,0	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	7,9	5,9	10,1	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	8,5	6,8	11,1	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	7,9	7,2	11,4	9,4
EV/EBIT Hoch	x	n/a	30,6	19,3	32,5	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	27,0	14,8	27,5	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	29,3	17,0	30,0	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	27,0	18,0	30,9	25,1
KGV Hoch	x	n/a	36,8	18,0	24,6	n/a
KGV Tief	x	n/a	31,4	11,7	17,5	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	35,0	14,8	21,1	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	31,4	16,2	22,3	10,1
KBV Schlusskurs	x	n/a	1,5	1,5	1,7	1,5
FCF-Yield	%	n/a	2,0%	-28,8%	-55,4%	3,2%
Dividendenrendite	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	4,3	1,0	2,2	2,1	3,2
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-4,8	-0,8	-5,3	-9,7	-2,8
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,6	0,2	-3,1	-7,6	0,4
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	1,2	1,2	3,3	9,2	-1,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Wetterdaten eak-Standorte, 2005-15

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Temperaturmittel</b>												
Neuschönau	°C	8,2	8,8	9,8	9,4	9,2	8,0	9,3	9,2	8,9	10,2	9,6
Schwarzwald	°C	9,4	9,9	10,3	9,9	9,9	8,8	10,6	10,1	9,4	11,1	12,0
Rügen	°C	8,9	9,5	9,6	9,5	8,8	7,6	8,8	8,5	8,7	10,0	9,4
<b>Rel. Durchschnitt</b>												
Neuschönau	°C	-0,4	0,2	1,2	0,8	0,6	-0,6	0,7	0,6	0,3	1,6	1,1
Schwarzwald	°C	0,0	0,5	0,9	0,5	0,5	-0,6	1,2	0,7	0,0	1,7	1,6
Rügen	°C	0,4	1,0	1,1	1,0	0,3	-0,9	0,3	0,0	0,2	1,5	0,6
<b>Niederschlag</b>												
Neuschönau	l/qm	699	732	772	669	728	n/a	654	750	679	n/a	347
Schwarzwald	l/qm	711	721	768	747	766	639	569	678	711	697	328
Rügen	l/qm	474	538	707	472	460	733	714	485	511	557	301
<b>Rel. Durchschnitt</b>												
Neuschönau	%	92%	97%	102%	88%	96%	n/a	86%	99%	90%	n/a	73%
Schwarzwald	%	99%	100%	107%	104%	107%	89%	79%	94%	99%	97%	67%
Rügen	%	87%	98%	129%	87%	84%	134%	131%	89%	94%	102%	89%
<b>Sonnenschein</b>												
Neuschönau	h	1.730	1.828	1.967	1.809	n/a	1.664	1.896	1.793	1.559	n/a	1.204
Schwarzwald	h	1.829	1.938	1.970	1.777	1.815	1.649	2.080	1.914	1.645	1.798	1.341
Rügen	h	2.146	1.975	1.875	1.996	1.985	1.784	1.955	1.924	1.953	1.921	1.503
<b>Rel. Durchschnitt</b>												
Neuschönau	%	101%	106%	114%	105%	n/a	97%	110%	104%	91%	n/a	105%
Schwarzwald	%	107%	113%	115%	104%	106%	96%	122%	112%	96%	105%	103%
Rügen	%	115%	106%	100%	107%	106%	95%	105%	103%	104%	111%	106%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL												

## DCF-Modell

		2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TY
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,5</b>	<b>10,1</b>	<b>12,1</b>	<b>14,5</b>	<b>17,4</b>	<b>19,5</b>	<b>20,9</b>	<b>21,6</b>	<b>22,0</b>	<b>22,2</b>	<b>22,3</b>	<b>22,5</b>	<b>22,6</b>	<b>22,8</b>	<b>22,9</b>	<b>23,0</b>
YoY	%	7,0%	17,9%	20,0%	20,0%	20,0%	12,2%	6,8%	3,5%	1,8%	1,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>
EBIT-Marge	%	10,3%	10,6%	11,1%	11,6%	12,2%	12,3%	12,4%	12,5%	12,7%	12,8%	12,9%	13,0%	13,1%	13,3%	13,4%	12,0%
EBIT-Marge inkl. Beteiligungen	%	11,9%	18,6%	18,3%	17,3%	16,7%	16,9%	17,0%	17,2%	17,4%	17,5%	17,7%	17,8%	18,0%	18,2%	18,3%	16,4%
Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8
Steuerquote (τ)	%	21,9%	14,5%	16,2%	18,5%	20,6%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-9,8	-2,8	-1,2	-1,6	-2,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>
WACC	%	4,5%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	105%	99,9%	95,5%	91,4%	87,4%	83,6%	79,9%	76,3%	72,7%	69,3%	66,1%	62,9%	59,8%	56,8%	53,8%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	2,3%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	19,2															
in % des Enterprise Value	%	70,6%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-9,5															
in % des Enterprise Value	%	-34,9%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	17,4															
in % des Enterprise Value	%	64,3%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>27,1</b>															
Finanzschulden	EUR Mio.	-8,3															
Excess Cash	EUR Mio.	2,3															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>21,2</b>															
Anzahl Aktien	Mio.	1,6															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>13,50</b>															



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.



Diese Studie wurde erstellt durch die



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

## Disclaimer

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

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

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

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

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

## Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

## Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

## Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

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

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

#### Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Uhrzeit	Kursziel/Aktueller Kurs	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
05.05.2017/08:00 Uhr	EUR 13,50/EUR 8,75	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
20.01.2017/09:00 Uhr	EUR 13,50/EUR 7,30	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
10.11.2016/10:25 Uhr	EUR 13,50/EUR 6,94	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
11.08.2016/12:11 Uhr	EUR 13,50/EUR 6,70 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
04.05.2016/12:32 Uhr	EUR 13,50/EUR 6,75(Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
18.01.2016/10:03 Uhr	EUR 13,50/EUR 5,50 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8

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

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

##### Informationsquellen

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

##### Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

##### Erklärung Compliance

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

##### Erklärung der Ersteller der Studien

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

Diese Studie wurde am 04.05.2017 um 19:40 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 8,75.