

Erlebnis Akademie

Reuters: EADG.DE

Bloomberg: EAD GY

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 16,00

Kursziel: EUR 20,30 (bislang EUR 13,50)

Konzernabschluss führt zu Ergebnissprung

Mit Umsätzen in der AG von EUR 8,8 Mio. (+10,6%) und einem EBIT (inkl. Beteiligungen) von EUR 1,2 Mio. hat eak im vergangenen Geschäftsjahr sowohl die eigene Guidance als auch unsere Schätzungen (EUR 8,5 Mio. bzw. EUR 1,1 Mio.) übertroffen. Erstmals wurde zusätzlich zum AG-Abschluss ein konsolidierter Konzernjahresabschluss veröffentlicht, in dem neben den deutschen Standorten die beiden im Juli bzw. September 2017 eröffneten Baumwipfelpfade mit mehrheitlicher Beteiligung in Tschechien und der Slowakei enthalten sind. Dieser zeigt einen noch deutlicheren Umsatz- und Ertragszuwachs (EBIT, inkl. Beteiligungen) auf EUR 11,6 Mio. bzw. EUR 2,4 Mio. Das zusätzliche Umsatz- und Ergebnispotential durch eine verstärkte Expansion im Ausland ist nach unserer Einschätzung nicht im aktuellen Aktienkurs eingepreist. Nach Umstellung auf die Konzernrechnungslegung erhöht sich unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Zwölfmonats-Kursziel deutlich auf EUR 20,30 von EUR 13,50 je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 16,00 entspricht dies einem Kurssteigerungspotenzial von 26,9%. Nach der klaren Outperformance der vergangenen zwölf Monate (YTD +30,1% vs. DAX -0,6%) bekräftigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der eak.

Konzernkennzahlen 2017 im Überblick

In der vergangenen Woche hat eak erstmals neben dem vollständigen AG-Abschluss einen nicht testierten, konsolidierten Konzernjahresabschluss vorgelegt. In den seit dem Börsengang veröffentlichten AG-Abschlüssen der Jahre 2015 und 2016 gingen die Gewinne der ausländischen Beteiligungen nur in Form von Gewinnzuweisungen ein. Mit der Vollkonsolidierung der beiden im Juli bzw. September 2017 eröffneten Baumwipfelpfad-Tochtergesellschaften in Tschechien und der Slowakei sowie der at equity-Konsolidierung der seit 2012 bestehenden Beteiligung in Tschechien gehen nun alle wesentlichen Gesellschaften in den konsolidierten Konzernabschluss ein. Wir verwenden daher für unser Modell ab 2017 den Konzernabschluss, wodurch die operative Entwicklung der eak nach u. E. am besten dargestellt wird.

Konzernweit erwirtschaftete eak 2017 **Umsätze** in Höhe von EUR 11,6 Mio. Auf AG-Ebene (d. h. ohne die ausländischen Tochtergesellschaften) lagen die Erlöse bei EUR 8,8 Mio. (2016: EUR 8,0 Mio.) und damit sowohl über der Guidance als auch über unseren Schätzungen (jeweils EUR 8,5 Mio.). In den ersten sechs bzw. vier Monaten seit Eröffnung erwirtschafteten die neuen Baumwipfelpfade in Tschechien und der Slowakei Umsätze von zusammen rund EUR 2,9 Mio. bzw. 24,9% der Konzern Erlöse. Noch deutlicher als bei den Umsätzen wurde die Management-Guidance für die Erträge übertroffen: So wurden auf AG-Ebene EBITDA und EBIT (inkl. Beteiligungen) auf EUR 2,9 Mio. bzw. EUR 1,2 Mio. gesteigert und damit die Management-Guidance von EUR 2,6 Mio. bzw. EUR 1,0 Mio. um 11,6% bzw. 18,9% übertroffen. Konzernweit belief sich das EBIT (inkl. Beteiligungen) 2017 auf EUR 2,4 Mio. und lag damit nahezu doppelt so hoch wie das EBIT auf AG-Ebene.

ISIN/WKN: DE0001644565 / 164456
Indizes: -
Transparenzlevel: m:access (Freiverkehr Börse München)
Gewichtete Anzahl Aktien: 1,725 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 27,6 Mio.
Handelsvolumen/Tag: ~500 Stück
Hauptversammlung: 24. Juli 2018

EUR Mio. (31/12)	2016*	2017	2018e	2019e
Nettoumsatz	8,0	11,6	14,8	16,6
EBITDA	2,3	4,4	6,1	6,8
EBIT (ohne Bet.)	0,9	2,2	3,0	3,3
EBT	0,9	2,1	2,7	3,0
EAT	0,7	1,6	2,0	2,2

% vom Umsatz	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	29,4%	38,0%	41,0%	41,3%
EBIT (ohne Bet.)	11,7%	18,8%	20,0%	19,7%
EBT	11,4%	18,2%	17,9%	17,8%
EAT	8,4%	14,0%	13,6%	13,5%

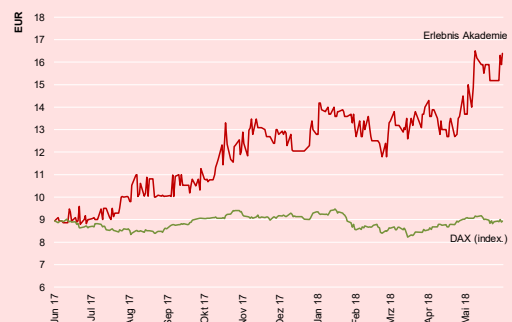
Je Aktie/EUR	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,43	0,77	0,88	1,00
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	4,73	6,55	7,72	9,02
Cashflow	1,41	1,08	2,95	3,36

%	2016	2017	2018e	2019e
EK-Quote	44%	38%	39%	38%
Gearing	80%	100%	134%	119%

x	2016	2017	2018e	2019e
KGV	16,2	15,6	18,1	16,0
EV/Umsatz	2,1	2,8	3,1	2,8
EV/EBITDA	7,2	7,3	7,5	6,7
KBV	1,5	1,8	2,1	1,8

EUR Mio.	2018	2019e
Guidance: Umsatz (AG)	8,8-9,0	-
Guid.: EBIT inkl. Bet. (AG)	1,2-1,5	-

*Bis 2016 AG-Zahlen, ab 2017 Konzernzahlen



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Besucherzahlen 2017 um 37,4% über Vorjahr

2017 lagen die Besucherzahlen über alle in- und ausländischen Standorte bei 1,688 Mio. (Vorjahr 1,229 Mio., +37,4% YoY). Ursächlich für den Anstieg der Besucherzahlen waren neben dem im Juli 2016 eröffneten Baumwipfelpfad Saarschleife die beiden 2017 eröffneten Standorte Krkonose im Riesengebirge (CZE, Eröffnung 2. Juli 2017) und Bachledka in der Hohen Tatra (SLK, Eröffnung 29. September 2017).

Mit rund 237.000 Besuchern lag der Anfang Juli eröffnete Baumwipfelpfad im Riesengebirge bereits nicht nur über der von eak für das Gesamtjahr 2017 angepeilten Zielmarke von 200.000 Besuchern, sondern auch deutlich über den Vergleichswerten, die deutsche Baumwipfelpfade in den jeweiligen Eröffnungsjahren erreicht hatten. Die Strategie, verstärkt auf osteuropäische Standorte zu setzen, ist angesichts der dort erzielbaren höheren Besucherzahlen aus unserer Sicht daher unmittelbar nachvollziehbar.

TAB. 1: BESUCHERZAHLEN 2017 VS. 2016

	Eröffnung	2017	2016
Gesamt		1.688.197	1.228.561
Neuschönau (GER)	2009	203.651	219.133
Lipno (CZE)	2012	348.492	312.054
Naturerbe Zentrum Rügen (GER)	2013	310.370	333.223
Bad Wildbad (GER)	2014	243.929	234.135
Saarschleife (GER)	2016	244.986	130.016
Riesengebirge (Krkonose, CZE)	2017	236.750	0
Bachledka (Hohe Tatra, SLK)	2017	100.019	0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN; SPHENE CAPITAL

Veröffentlichung der Management-Guidance für das laufende Jahr

Wie schon in den Vorjahren hat das Management auch im Jahresabschluss 2017 einen Ausblick abgegeben, der inhaltlich weit über die marktübliche Praxis einer Umsatz- und Ergebnisplanung hinausgeht. Allerdings bezieht sich die Guidance bislang auf den AG-Abschluss.

TAB. 2: GUIDANCE 2018E (FINANZKENNZAHLEN AUF AG-EBENE)

AG-Zahlen		Untergrenze	Obergrenze	2017
Umsatz	EUR Mio.	8,8	9,0	8,8
EBITDA	EUR Mio.	3,0	3,3	2,9
EBIT (inkl. Beteiligungsergebnis)	EUR Mio.	1,2	1,5	1,2
EBT-Rendite	%	11,0%	13,0%	11,7%
EAT-Rendite	%	9,0%	11,0%	8,8%
Investitionen	EUR Mio.	10,4		

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN; SPHENE CAPITAL

Darüber hinaus wurden die erwarteten Besucherzahlen der einzelnen Baumwipfelpfade veröffentlicht. Demnach rechnet das Management konzernweit mit einem Zuwachs der Besucherzahlen um 21,4%. Auf dieser Basis erwarten wir auf Konzernebene deutlich höhere Zuwächse bei Umsatz und Ergebnis als nach der Guidance auf AG-Ebene.

TAB. 3: GUIDANCE 2018E (BESUCHERZAHLEN)

	2018e	2017
Besucherzahlen	2.050.000	1.688.197
Neuschönau (GER)	190.000	203.651
Lipno (CZE)	310.000	348.492
Naturerbe Zentrum Rügen (GER)	300.000	310.370
Bad Wildbad (GER)	230.000	243.929
Saarschleife (GER)	230.000	244.986
Riesengebirge (Krkonose, CZE)	330.000	236.750
Bachledka (Hohe Tatra, SLK)	320.000	100.019
Gmunden (AUT)	140.000	0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN; SPHENE CAPITAL

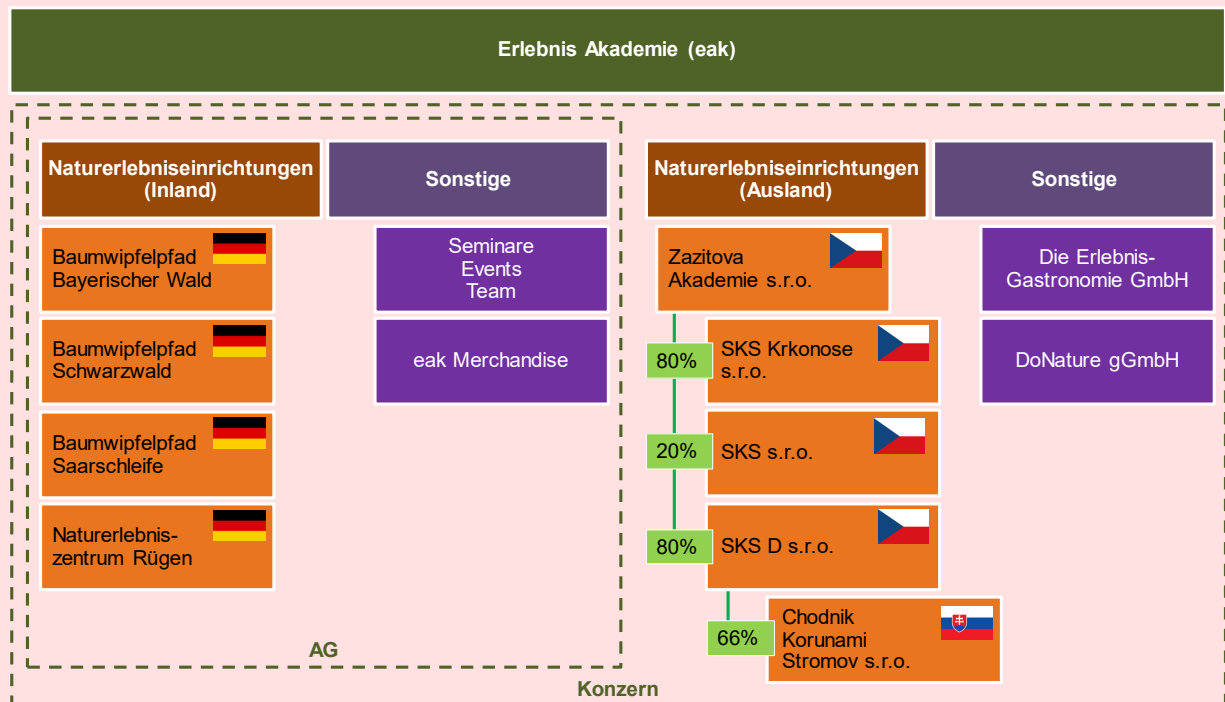
Mit knapp 1,7 Mio. Besuchern (2017) in sieben Einrichtungen in Deutschland, Tschechien und der Slowakei ist die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG der führende Anbieter von Naturerlebniseinrichtungen – insbesondere Baumwipfelpfaden – in Mitteleuropa.

Führender Anbieter von Naturerlebniseinrichtungen in Mitteleuropa

Die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG konzipiert, errichtet und betreibt an hochfrequentierten Ausflugszielen Naturerlebniseinrichtungen, insbesondere Baumwipfelpfade. Bislang wurden an sieben Standorten in Deutschland, Tschechien und der Slowakei Baumwipfelpfade errichtet. Dieses und nächstes Jahr erfolgen weitere Neueröffnungen in Österreich, Deutschland und/oder Polen bzw. Slowenien. Mit über 2,050 Mio. in diesem Jahr erwarteten Besuchern ist das oberpfälzische Unternehmen damit der führende Anbieter von Baumwipfelpfaden in Mitteleuropa.

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

ABBILDUNG 1: ORGANIGRAMM*



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

*Anm.: Sofern nicht anders angegeben, liegen die Beteiligungsquoten bei 100%

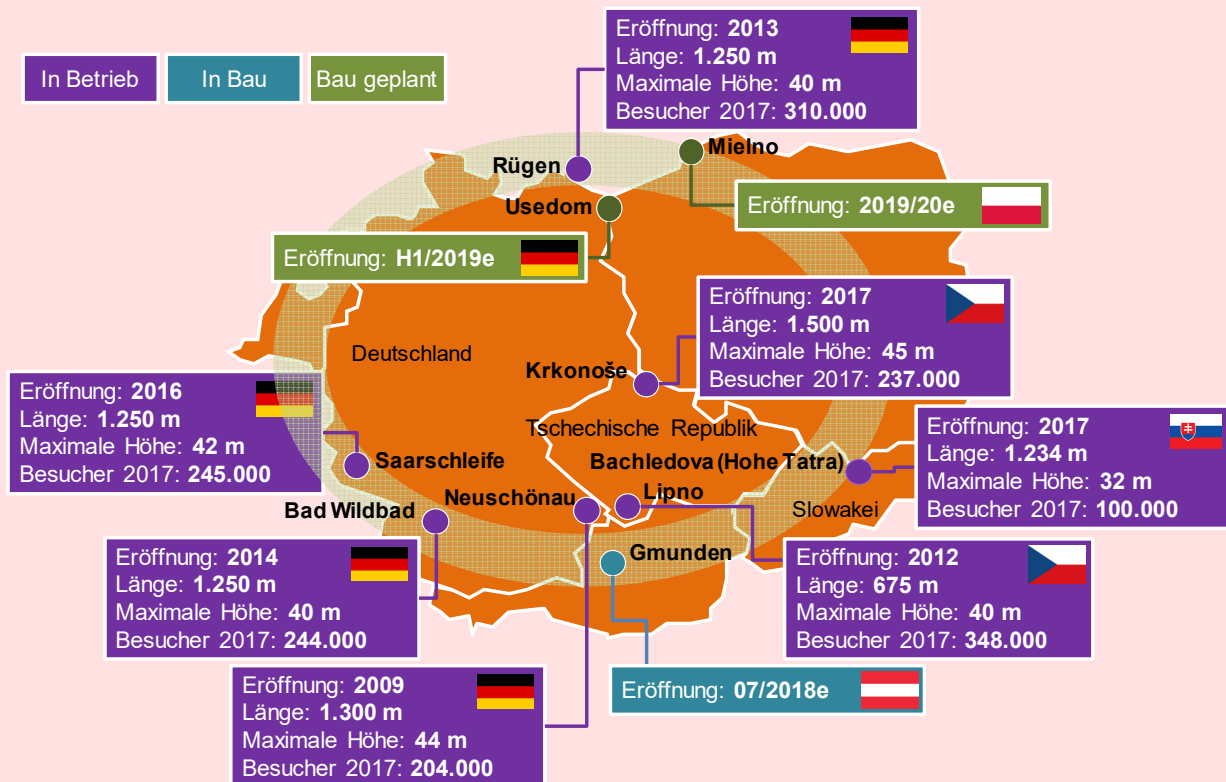
Sieben Standorte in Deutschland, Tschechien und der Slowakei

eak betreibt derzeit vier Naturerlebniseinrichtungen in Deutschland, ...

- ☉ **Baumwipfelpfad Bayerischer Wald (Neuschönau):** Eröffnet am 9. September 2009 im Nationalpark Bayerischer Wald, war der Baumwipfelpfad der erste der Erlebnis Akademie. Der für Baumwipfelpfade von eak charakteristische Aussichtsturm, hier in Ei-Form, hat eine Höhe von 44 Metern und einen Durchmesser von bis zu 30 Metern.
- ☉ **Naturerbe Zentrum Rügen:** Mit EUR 12,9 Mio. floss das bis dato höchste Investitionsvolumen in den Baumwipfelpfad Rügen auf der gleichnamigen Ostsee-Insel, in dem drei Ökosysteme Wald, Offenland und Feuchtgebiete miteinander verbunden sind. In dieser Summe sind nicht nur die Kosten für den Baumwipfelpfad (EUR 5,1 Mio.) enthalten, sondern auch die Kosten für das Informationszentrum (EUR 5,6 Mio.) und die umfangreiche Außenanlage (EUR 2,2 Mio.), die zusammen mit einem Partner, der Deutschen Bundesstiftung Umwelt, erstellt wurden. Eröffnung war am 15. Juni 2013. Das Highlight des 1.250 Meter langen Baumwipfelpfades ist der 40 Meter hohe Aussichtsturm, der einem Adlerhorst nachempfunden ist.
- ☉ Der Baumwipfelpfad **Schwarzwald** wurde am 26. September 2014 auf dem in der Stadt Bad Wildbad gelegenen Sommerberg eröffnet. Der Pfad hat eine Länge von 1.250 Metern, seine maximale Höhe beträgt 20 Meter. Den Abstieg vom 40 Meter hohen Aussichtsturm kann sich der Besucher durch die Benutzung einer 55 Meter langen spiralförmigen Tunnelrutsche „verkürzen“.
- ☉ Am 23. Juli 2016 wurde der Baumwipfelpfad an der **Saarschleife** eröffnet. Der Baumwipfelpfad hat eine Länge von 1.250 Meter und eine maximale Höhe von 23 Metern, die Turmhöhe beträgt 42 Meter. Die Investitionen beliefen sich auf EUR 4,7 Mio.

Das Geschäftsmodell ist nicht auf Deutschland beschränkt. Bereits 2012 wurde in Lipno der erste Baumwipfelpfad Tschechiens eröffnet. Weitere Standorte in Osteuropa, aber auch in Spanien befinden sich in der genaueren Prüfung.

ABBILDUNG 2: EAK BAUMWIPFELPFAD



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

... und drei Naturerlebniseinrichtungen im angrenzenden Ausland:

- ⑤ Der am 2. Juli 2017 eröffnete Baumwipfelpfad im Riesengebirge (tschechisch **Krkonoše**) ist mit einer Länge von 1.500 Metern derzeit der längste Baumwipfelpfad der Welt. Er endet auf der Plattform eines Aussichtsturms in einer Höhe von 45 Metern, von dem aus eine 80 Meter lange Tunnelrutsche nach unten führt. Unter der Erde wurde erstmals eine künstliche Höhle angelegt. Die Investitionen beliefen sich auf CZK 170 Mio. (ca. EUR 6,5 Mio.).
- ⑤ Im slowakischen Teil der **Hohen Tatra**, nahe des Ortes **Bachledova Dolina**, wurde am 29. September 2017 der erste Baumwipfelpfad in der Slowakei eröffnet. Vom 32 Meter hohen Aussichtsturm ist erstmals der komplette Verlauf des Pfades sichtbar, da sich dieser durchgehend auf Höhe der Baumwipfel durch den Wald zieht. Ebenfalls neu auf diesem Pfad ist das 75m² große begehbare Netz auf der Turmspitze. Der Pfad hat eine Gesamtlänge von 1.234 Metern. Vom Turm aus führt eine 67 Meter lange Tunnelrutsche nach unten.
- ⑤ Der Baumwipfelpfad **Lipno** (Böhmerwald) befindet sich auf dem Gipfel des Berges Kramolin im Länderdreieck Deutschland, Österreich und Tschechien. Eröffnet am 20. Juli 2012 reicht der 675 Meter lange Holzpfad bis auf eine Höhe von 24 Meter, ehe er in einem 40 Meter hohen Aussichtsturm mit Rutsche mündet. An diesem Baumwipfelpfad hält eak nur eine Beteiligung von 20,0%.

Drei Baumwipfelpfade befinden sich im Bau oder in der Umsetzung

Aktuell befinden sich drei Baumwipfelpfade im Bau bzw. der planerischen Umsetzung:

- ⑤ Auf dem Grünberg im oberösterreichischen **Gmunden** wird zur Jahresmitte ein Baumwipfelpfad mit Aussichtsturm errichtet. Der Pfad hat eine Länge von 1.383 Meter, der Turm eine Höhe von 38 Meter. Die Eröffnung des Pfades ist für Ende Juli 2018 vorgesehen.
- ⑤ Auf der deutsch-polnischen Ferieninsel **Usedom** soll zur Jahresmitte 2019 ein 1.200 Meter langer Baumwipfelpfad eröffnet werden. Die erwarteten Investitionen belaufen sich auf EUR 6,0 Mio.
- ⑤ Auch in Westpommern und/oder Schlesien sowie im Slowenischen Rogla sind Baumwipfelpfade geplant.

Drei Kategorien von Naturerlebniseinrichtungen

eak unterscheidet in ihrem Geschäftsmodell drei Kategorien von Naturerlebniseinrichtungen:

- ⑤ **Naturerlebniseinrichtungen „solitär“**, die aus nur einem Naturerlebnis, etwa einem Baumwipfelpfad, bestehen; ein Beispiel hierfür ist der erste, von eak im Jahr 2009 erstellte Baumwipfelpfad in Neuschönau im Bayerischen Wald;
- ⑤ **Naturerlebniseinrichtungen „plus“**, in denen mehrere Angebote zusammengefügt werden; Beispiel hierfür ist das Naturerbe Zentrum Rügen, das aus einem Baumwipfelpfad, einem Umweltinformationszentrum (mit zwei Ausstellungen und einem Naturlabor), einer gastronomischen Einrichtung und einem Merchandising-Shop besteht;
- ⑤ **Naturerlebnisparks**, eine Kombination aus natürlicher Umwelt und künstlich geschaffenen Indoor- und Outdoor-Naturerlebnisswelten, die für Besucher ganzjährig und wetterunabhängig attraktiv sind. Naturerlebnisparks umfassen natürliche und künstliche Elemente wie zum Beispiel Biome, Wasser-, alpine und unterirdische Welten, Wildtiere und Volieren, Wild- und Nutzpflanzen, Labyrinth – und eben auch Baumwipfelpfade. Vorbild für das eak-Management ist das im Jahr 2001 gegründete Eden Project im britischen Cornwall, das durchschnittlich von mehr als 1 Mio. Menschen pro Jahr besucht wird.

Ergänzung um profitable Zusatzdienstleistungen

Bewusst grenzt sich eak von meist schnelllebigen Fun- und Freizeitparks à la Disneyland oder dem Europapark Rust ab. Im Gegensatz zu diesen steht bei eak stets das Naturerlebnis im Vordergrund, das ergänzt wird durch

- ⑤ **Edutainment- bzw. Edukation-Elemente** wie Standard- oder Sonderführungen zu besonderen Themen (z. B. Fledermausführung, Sternenwanderung, Besichtigung nachtaktiver Tiere), die insbesondere Firmen, Schulen und Ver-

„Über 60% der deutschen Urlauber, die in ihrem Heimatland Urlaub machen, geben als Motiv für ihre Reise „Natur erleben“ an.“

„40% der deutschen Urlauber wünschen sich ökologisch und sozial verträgliche, sprich nachhaltige touristische Angebote“
Quelle: Bundesamt für Naturschutz

Ein wesentliches Prinzip des Unternehmens ist die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells. Ihr werden sowohl die Konzeption der Einrichtung und ihr Bau, als auch der Betrieb untergeordnet. Schon der Bau der Betriebsstätten erfolgt nach

einen angeboten werden;

- ⑤ **gastronomische Angebote**, die nicht nur den Besuchern der Naturerlebniseinrichtung offenstehen, sondern auch Radfahrern, Wanderern, Skifahrern und sonstigen Besuchern der Region. Das kulinarische Angebot der Restaurants ist auf die generelle Thematik der jeweiligen Naturerlebniseinrichtung abgestimmt. Im Angebot stehen vornehmlich regionale und saisonale Gerichte, die auch in Bio-Qualität angeboten werden. Nach Angaben des Unternehmens soll die Wertschöpfungskette auch in Zukunft durch gastronomische Zusatzangebote verlängert werden;
- ⑤ naturorientierte **Seminar-, Event- und Teamtrainings** (von eak kurz S. E. T. genannt). Das Programm der Gesellschaft erstreckt sich dabei von kurzen Events über umfangreichere und komplexere Teamtrainings bis hin zu mehrtägigen Seminaren. Kunden können entweder einzelne Bausteine oder die gesamte Veranstaltung (inkl. Organisation von Hotel, Verpflegung, etc.) bei der eak buchen. Die Veranstaltungen sind häufig, aber nicht zwangsläufig, thematisch und räumlich mit den Naturerlebniseinrichtungen der Gesellschaft verbunden. Referenzkunden sind hier namhafte Unternehmen wie BMW, Siemens, Salamander oder DKB Deutsche Handball Bundesliga;
- ⑤ **kulturelle Angebote** wie Konzerte.

Je nach Standortgegebenheiten werden darüber hinaus weitere Dienstleistungen angeboten. Beispiele hierfür sind

- ⑤ **Merchandising**: Verkauf gebrandeter und nicht-gebrandeter, in jedem Fall jedoch naturorientierter und nachhaltiger Produkte mit Erinnerungswert, insbesondere Souvenirs, Utilities, regionale Lebensmittel, Bildungsmedien und Lifestyle-Artikel, sofern sie dazu beitragen, die Verbindung mit den Besuchern zu vertiefen.
- ⑤ **Komplementoren-Marketing**: Grundsätzlich stellen die Besucher von Naturerlebniseinrichtungen eine ausgesprochen spitze Zielgruppe im Outdoor-Bereich dar, deren Ansprache insbesondere für Komplementoren, also Unternehmen mit ergänzenden Produkten oder Dienstleistungen interessant ist. Beispiele für Komplementoren können Outdoor-Bekleidungsunternehmen wie Fjällräven oder IT-Unternehmen wie Garmin sein. Zukünftig wird eak diesen Komplementoren spezielle Werbe-Bundles anbieten, mit denen diese ihre Zielgruppe gezielt und mit geringen Streuverlusten adressieren können.
- ⑤ **Erlebnisorientierte Elemente** wie Sinneswege, bei denen buchstäblich alle fünf Sinne angesprochen werden, oder bewegungsorientierte Angebote, z. B. Bewegungsparcours oder Spielplätze.

Über ihre gemeinnützige Tochtergesellschaft DoNature gGmbH bietet eak darüber hinaus Dienstleistungen auf gemeinnütziger und bildungsorientierter Basis an, etwa Führungen oder schulische Programme, die das langfristige Ziel einer nachhaltigen positiven Außenwahrnehmung fördern.

ökologischen Grundsätzen und unter (überwiegender) Verwendung von nachwachsenden Rohstoffen bzw. nachhaltigen Materialien.

Die vielfach prämierten Anlagen selbst fügen sich harmonisch in den regionalen Mikrokosmos ein. Auch Betriebsführung, Gastronomie und Merchandising folgen nachhaltigen und umweltfreundlichen Grundsätzen.

Ein Baumwipfelpfad ist ein auf Plattformen und Stegen in der Höhe angelegter Lehrpfad, der die Besucher vom Boden bis in den Kronenbereich eines Waldes führt. Dabei werden die Besucher durch klassische Lehrpfadenelemente und erlebnisorientierte Stationen unterhalten und mit den grundlegenden ökologischen Zusammenhängen des Waldes bzw. des Baumes vertraut gemacht. Höhepunkt und Abschluss eines Pfades bildet ein Aussichtsturm, von dem aus die Besucher einen 360°-Rundumblick auf die Umgebung genießen können. Durch die prinzipielle Barrierefreiheit der von eak konzipierten Baumwipfelpfade werden Menschen aller Altersgruppen und gesellschaftlichen Schichten, insbesondere auch ältere Menschen, Familien mit Kleinkindern und Kinderwagen sowie Personen mit körperlichem Handicap angesprochen.

Konzept eines Baumwipfelpfades

Ein Baumwipfelpfad, auch Baumkronenpfad oder Waldwipfelweg genannt und auch hierzulande unter den englischen Begriffen TreeTopWalk und Skywalk bekannt, besteht aus höhergelegten Stegen und Plattformen, die sich auf Stützen und Stelzen durch einen Wald schlängeln. Dem Besucher erschließt sich damit das Gelände vom Waldboden über den Stammbereich bis zur Baumkrone. Mit einer Steigung von 2% bis 6% und einer Begehungszeit von etwa zwei Stunden stellen die meisten Baumwipfelpfade ein generationenübergreifendes Erlebnis dar,

Baumwipfelpfade ermöglichen neue Ein- und Ausblicke in die Flora und Fauna des Ökosystems Wald, von der Wurzel bis zur Baumkrone.

das nicht nur für Kinder geeignet ist, sondern auch für Rollstuhlfahrer, Familien mit Kinderwagen und ältere Besucher etwa mit Rollator. Darin unterscheidet sich der Baumwipfelpfad vom Höhenlehrpfad oder Hochseilgarten, der nur mit entsprechenden Sicherungen (in der Regel Klettersteigsets) begangen werden kann.

Durch die Kombination von klassischen Lehrpfadenelementen wie Schautafeln oder Tastelementen, die an ausgewählten Lehrstationen aufgestellt werden, und erlebnisorientierten Abschnitten wird das Ökosystem des Waldes, vom Waldboden bis in den Bereich der Baumkronen vermittelt. Grundsätzlich folgt das Geschäftsmodell von eak einem bewahrenden und pädagogischen Ansatz. Den Besuchern werden Informationen zu Natur und Umwelt auf allen Sinnesebenen vermittelt. Ungeachtet dessen verfolgen die Gründer und Geschäftsführer von eak auch ökonomische Interessen, nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass ohne die Erzielung einer ausreichenden Profitabilität die Erreichung des ökologischen Zieles nicht darstellbar ist.

ABBILDUNG 3: IMPRESSIONEN EINES BAUMWIPFELPFADES



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Fokus auf natürliche Materialien, ...

Ihren besonderen Reiz erhalten die Baumwipfelpfade der eak durch ihre aufwändige Konstruktion: Im Gegensatz zu den meisten Mitbewerbern, deren Baumwipfelpfade für gewöhnlich aus Metallkonstruktionen bestehen, werden sie bei eak mit Ausnahme der Fundamente und weniger Verbindungsteile ausschließlich aus Holz gefertigt – und das, obwohl sich der Besucher meist in mehr als 20 Metern Höhe befindet. Der Pfad selbst besteht aus etwa 8 cm dicken Holzbohlen, die auf Brettschichthölzer geschraubt werden.

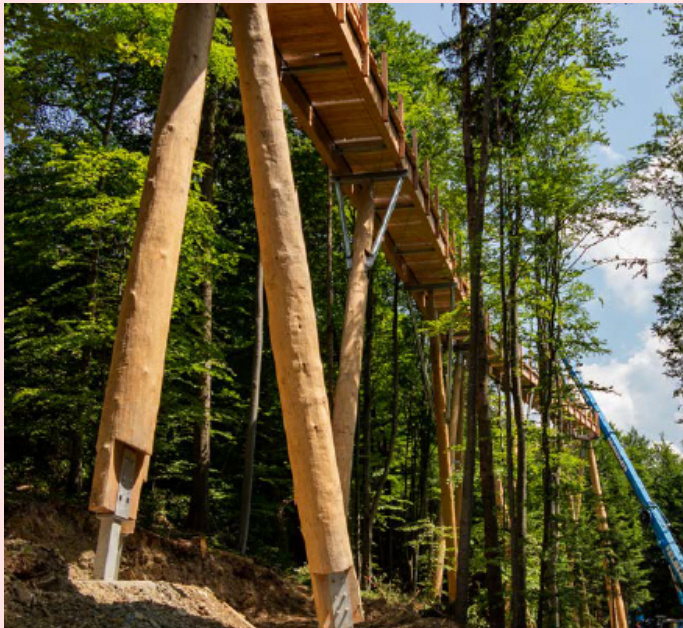
Obwohl die Holzstützen aus massiven Baumstämmen bestehen, die auf Punktfundamenten in Form von Dreieckspyramiden montiert werden und auf deren oberen Enden der eigentliche Pfad aufgelegt wird, wirken sie auf den Betrachter beinahe filigran. Dieser Eindruck wird durch zusätzlich eingefügte Baumstämme erzeugt, durch die als Kopfbänder bis zu 30 Meter lange Stützweiten überbrückt werden können. Damit wird die Anzahl der Fundamente vergleichsweise gering gehalten und der Pfad macht auf den außenstehenden Betrachter einen „schwebenden Eindruck“. Die natürlichen Materialien des Pfades, insbesondere die massiven Leimholzträger, aber auch die transparenten Geländer-Netze aus dünnen Stahlseilen lassen den Besucher mit dem Wald „verschmelzen“. Stählerne Elemente werden nur aus Gründen der Statik und der Haltbarkeit eingesetzt, im Verhältnis zur Gesamtkonstruktion sind sie aber nur in geringer Menge vorhanden.

... und eine schonende Erstellung ...

Bereits bei den Baumaßnahmen wird auf eine besonders schonende Ausführung geachtet: Um eine Verdichtung des Bodens zu vermeiden, werden Baukräne zur besseren Gewichtsverteilung auf Hackschnitzel und Alumatten durch den Wald geführt. Auch bei der Wegführung wird darauf geachtet, den Baumbestand so wenig wie möglich anzugreifen. Da Baumwipfelpfade stets den topographischen Gegebenheiten folgen, ist jeder von ihnen ein Unikat.

eak ist derzeit der einzige Anbieter, der Baumwipfelpfade in Holzbauweise anbietet. Dieses Nachhaltigkeitskonzept wird von den Besuchern in Umfragen besonders wertgeschätzt.

ABBILDUNG 4: KONSTRUKTION DER STÜTZTRÄGER



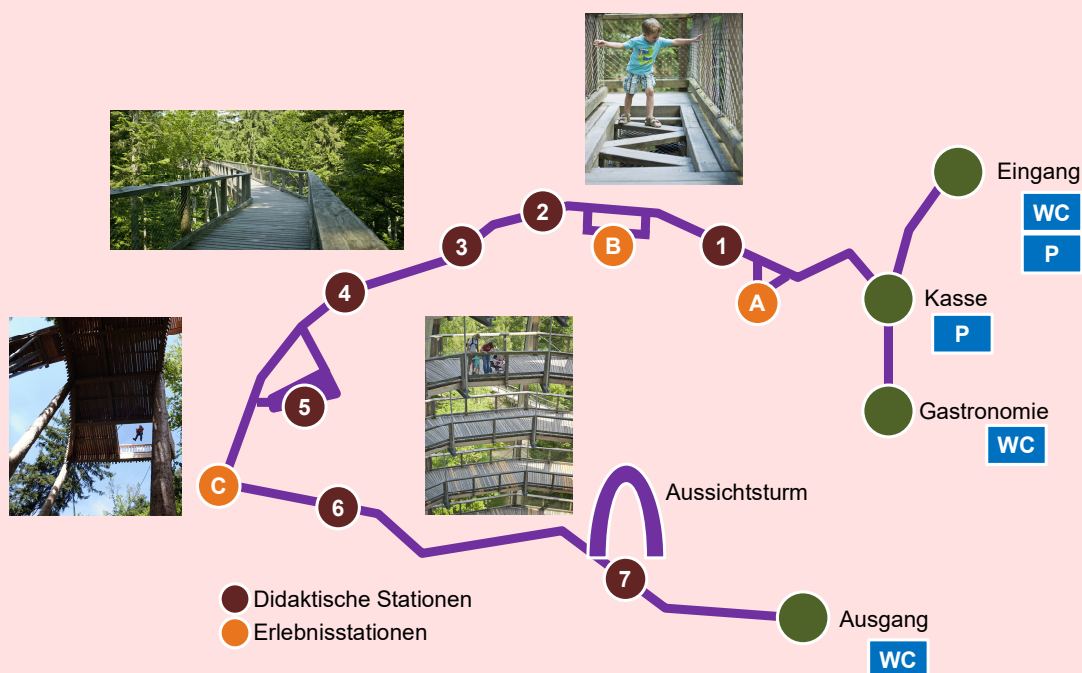
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Die Akademie verfolgt eine klare „Best Practice“-Philosophie in Bezug auf nachhaltige, regionale, biologische und umweltfreundliche Betriebsführung, die nicht nur den Bau und den Betrieb der Einrichtung umfasst, sondern auch die nachgelagerten Bereiche Merchandising, Gastronomie und ggfs. Hotellerie.

Begehung eines Baumwipfelpfades

Beispielhaft soll im Folgenden der Baumwipfelpfad Neuschönau begangen werden. Der Eingang zu dem rund 1.300 Metern langen Baumwipfelpfad befindet sich in der Nähe des Tierfreigeländes im Nationalpark Bayerischer Wald. Über eine Brücke wird zunächst die Nationalparkbasisstraße überquert, ehe der kostenpflichtige Teil des Pfades beginnt. Dieser führt durch einen Mischwald.

ABBILDUNG 5: BEISPIELHAFTER PFADVERLAUF (NEUSCHÖNAU)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Die Steigung des Pfads liegt zwischen 2% und 6%, die Breite der Lauffläche zwischen 1,5 und 2,0 Metern; damit ist der Baumwipfelpfad Neuschönau auch von älteren Wanderern gut begehbar. Insgesamt finden sich sieben didaktische (vgl. Abbildung 10 Punkte 1-7) und drei „Hands-On“-Erlebnisstationen (vgl. Abbildung 10 Punkte A-C), die gleichmäßig über den Pfad verteilt sind. Auf diesen Abzweigungen oder Balkonen können die Besucher zum Beispiel über dem Abgrund balancieren, sich in luftiger Höhe auf eine Gitterliege legen oder – wie im Naturerbe Zentrum Rügen – mit Hilfe einer Wasserpumpe durch eigenes „Kurbeln“ nachempfinden, wie viel Kraft ein Baum aufbringen muss, um Wasser über die Wurzeln bis in die Baumkrone zu transportieren. Im Jahr 2016 wurde der Baumwipfelpfad in Neuschönau um die sogenannte Waldinsel erweitert; dabei handelt es sich um eine 270 m² große Plattform, die die Besucher zum Ausruhen, Lernen und Erleben einlädt.

Aussichtsplattform mit 360°-Rundumblick

Höhepunkt des Pfadverlaufs, der nach etwa zwei Dritteln der Strecke erreicht wird und gleichzeitig dessen Abschluss bildet, ist der 44 Meter hohe Aussichtsturm, von Besuchern oft liebevoll „Baum-Ei“ genannt. Dieser hat am Fuß einen Durchmesser von 30, an der Spitze von zehn Metern. Die Wendelkonstruktion im Inneren ist ebenfalls mit maximal 6% geneigt und umrundet spiralförmig zwei Tannen und eine Buche. Auch im Baumturm werden die einzelnen Lebensräume exemplarisch an den umrundeten Bäumen aufgezeigt und auf Informationstafeln Flora und Fauna vom Stamm bis zur Baumkrone illustriert. Wenige Meter hinter dem Baum-Ei befindet sich der Ausgang des Pfades, von dem aus der Besucher nach wenigen Metern sein Fahrzeug oder den Zubringerbus erreicht.

Alle Baumwipfelpfade von eak enden in einem Aussichts- oder Baumturm und, ...

ABBILDUNG 6: AUSSICHTSPLATTFORMEN SAARSCHLEIFE (LS) UND BACHLEDKA (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Die Rutsche

Die einzige Ausnahme, sich von Fun-Parks abzugrenzen und allein das Naturerlebnis in den Vordergrund zu rücken, macht eak – neben den genannten Erlebnis-Abzweigungen – bei der sogenannten Röhrenrutschbahn, die den Besuchern im Einzelfall als alternativer Abstiegsweg vom Turm angeboten wird. Umgesetzt wurde diese bislang auf der tschechischen Anlage in Lipno und in Bad Wildbad im Schwarzwald. Voraussichtlich in diesem Jahr wird auch im Naturerbe Zentrum Rügen eine Rutsche erstellt werden.

... sofern es möglich ist, einer Rutsche.

Nach der erstmaligen Veröffentlichung des Konzernabschlusses haben wir unser Finanzmodell grundlegend überarbeitet. Wir rechnen nunmehr für das laufende Jahr mit Konzern Erlösen in Höhe von EUR 14,8 Mio. und einem operativen Ergebnis (EBIT) in Höhe von EUR 3,0 Mio. Grundlage unserer Planung ist der aktuelle Konsolidierungskreis aus sieben Baumwipfelpfaden sowie dem voraussichtlich ab Juli eröffneten Pfad im österreichischen Gmunden.

Grundlegende Überarbeitung unseres Finanzmodells

Wir bewerten eak zukünftig auf der Basis des Konzernabschlusses und haben unser Finanzmodell dementsprechend angepasst. Der Konsolidierungskreis für das laufende Jahr umfasst sieben Baumwipfelpfade sowie den zur Jahresmitte eröffneten Pfad in Gmunden. Unsere Schätzungen für 2019e basieren auf dem Status quo inklusive dem aktuell geplanten Baumwipfelpfad in Usedom. Weitere Neueröffnungen, die nach der erfolgreichen Kapitalerhöhung bereits angekündigt wurden, haben wir zum derzeitigen Zeitpunkt nicht in unsere Prognosen einbezogen. Insgesamt rechnen wir an den acht Standorten mit rund 2,1 Mio. Besuchern.

Im Jahresabschluss 2017 wurde angekündigt, bis 2020 die Zahl der Baumwipfelpfade auf zwölf bis 15 auszuweiten.

Konzernabschluss führt zu Ergebnisprung

Auf Konzernebene rechnen wir für 2018e mit einer weiteren signifikanten Umsatz- und Ergebnissteigerung, da dann nicht nur die beiden, im Jahresverlauf 2017 fertiggestellten Baumwipfelpfade, sondern auch der neu eröffnete Baumwipfelpfad in Gmunden (AUT) in die Konzernrechnung einfließen werden. In Summe rechnen wir für 2018e mit einem Anstieg der Konzern Erlöse auf dann EUR 14,8 Mio. (+28,0%). Hiervon werden nach unseren Schätzungen 96,9% mit Baumwipfelpfaden erwirtschaftet, die verbleibenden 3,1% mit sonstigen Aktivitäten (S.E.T. oder Gastronomie). Ergebnisseitig rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von knapp EUR 3,0 Mio.

Wir erwarten, dass von den sieben vollkonsolidierten Baumwipfelpfaden Umsätze in Höhe von EUR 14,8 Mio. erwirtschaftet werden wird.

Für das Jahr 2019e erwarten wir aufgrund der dann vorliegenden ganzjährigen Einbeziehung von Gmunden und der Neueröffnung des Pfades in Usedom einen weiteren Anstieg der Umsätze auf dann EUR 16,6 Mio. und des betrieblichen Ergebnisses auf EUR 3,3 Mio.

Nach der Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2017 haben wir auch unser dreistufiges DCF-Entity-Modell überarbeitet: Nach Anpassung unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen ergibt unser DCF-Modell im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 20,30 (bislang EUR 13,50 auf Basis der AG-Abschlüsse) je Aktie. In einer Monte Carlo-Simulation ergeben sich Bear-Case-Werte von EUR 19,20 und Bull-Case-Werte von EUR 23,20 je Aktie.

Bewertung anhand eines dreistufigen DCF-Modells

Das Geschäftsmodell von eak ist 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.

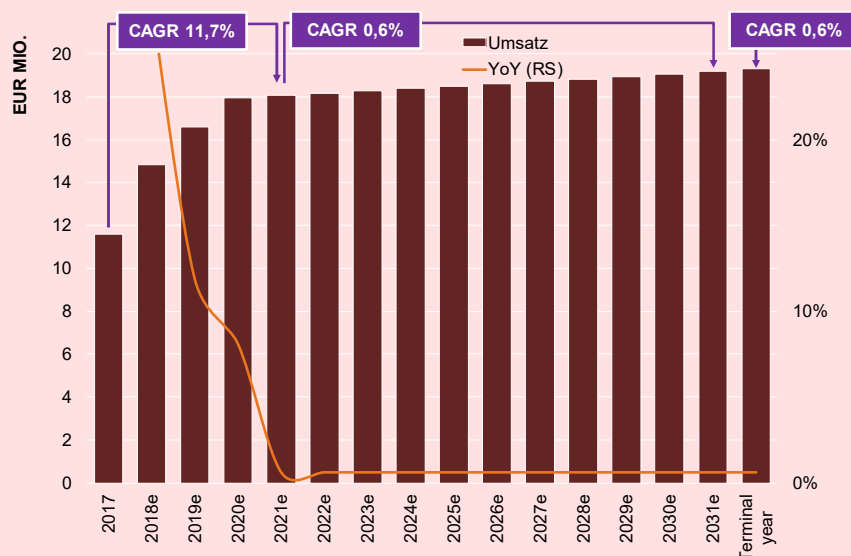
Wachstumsannahmen des DCF-Modells

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 2017-21e in Höhe von 11,7%. Treiber des Wachstums ist die Eröffnung weiterer Baumwipfelpfade.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die nach zehn Jahren im Jahr 2031e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Nettoumsätze von 0,6% veranschlagt. Dieses speist sich im Wesentlichen aus Zusatzangeboten bestehender Baumwipfelpfade, nicht jedoch aus dem Aufbau neuer Standorte. 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.

ABBILDUNG 7: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2017-31E



Die von uns erwarteten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 11,7% bzw. 0,6%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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

- ☉ dass sich die **EBIT-Margen** ohne Berücksichtigung der Beteiligungsergebnisse von 20,9% im Jahr 2021e auf 25,4% in 2031e („Peak Margins“) sukzessive erhöhen und sie in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 25,0% 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** der während der Grobplanungsperiode erwirtschafteten Erträge auf einem Durchschnittsniveau von bis zu 25,0% bewegen wird; die im Ausland erwirtschafteten Beteiligungserträge bleiben demgegenüber nahezu steuerfrei.
- ☉ eine EBIT-Interest Coverage Ratio (2017) von 7,7x, die wir aus dem operativen Ergebnis von EUR 2,2 Mio. und einem Zinsaufwand von rund EUR 0,3 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 1,9% pro Jahr.
- ☉ ein Fundamental-**beta** von 0,9, das sich in Ermangelung statistisch signifikanter Börsenkurse aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

TABELLE 4: 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
Fundamental-beta	0,90

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ dass die von eak aktuell erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 4,4% 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 2,0% 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 5: WACC

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		4,0%
Quasi-risikoloser Zinssatz (30-jährige Staatsanleihe)	%	0,6%
Beta		0,9
Erwartete Risikoprämie	%	3,8%
Small Cap-Prämie		2,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	60,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	3,6%
Kosten der Verschuldung		2,0%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Staatsanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	2,0%
Steuerquote	%	24,2%
Zielkapitalstruktur	%	40,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,8%
WACC basierend auf Marktwerten		4,4%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger);
- ☉ 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 4,4% auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

Base-Case-Szenario mit Kursziel von EUR 20,30 je Aktie

Der Enterprise Value von eak liegt in unserem Modell bei EUR 46,4 Mio. Aus diesem werden etwa 56,1% über den Terminal Value abgeleitet, -6,9% bzw. 50,8% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cash-flows. Der negative Wert der Detailplanungsphase ergibt sich aus dem Investitionsprogramm dieser Phase und den damit verbundenen Liquiditätsabflüssen. Angesichts einer aktuellen Nettoverschuldung von EUR 11,3 Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 35,1 Mio. Bei aktuell 1,725 Mio. Stück Aktien errechnet sich ein Wert von EUR 20,30 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 20,30 je Aktie

TABELLE 6: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

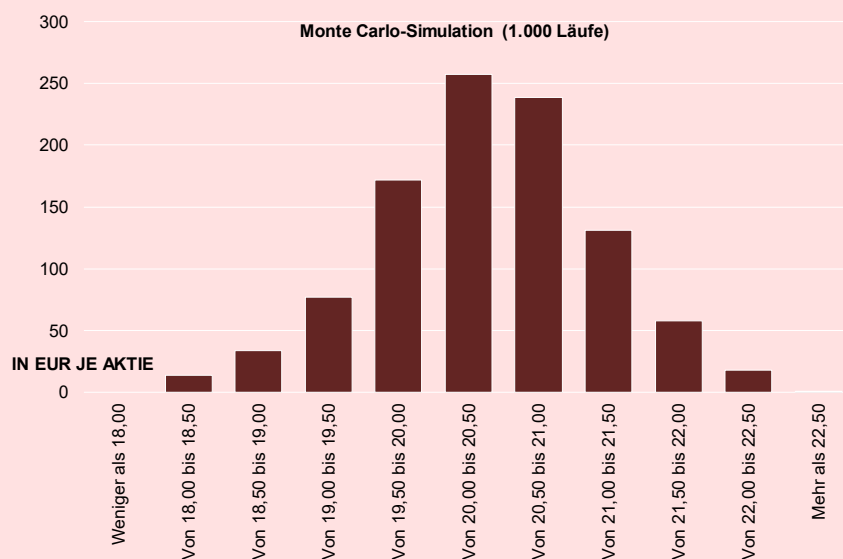
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	26,0
in % des Enterprise Value	%	56,1%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-3,2
in % des Enterprise Value	%	-6,9%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	23,5
in % des Enterprise Value	%	50,8%
Enterprise Value	EUR Mio.	46,4
Finanzschulden	EUR Mio.	-16,0
Excess Cash	EUR Mio.	4,8
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	35,1
Anzahl Aktien	Mio.	1,7
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	20,30

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse anhand einer Monte Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 8 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 33,1 Mio. bzw. über EUR 40,00 Mio. bzw. unter EUR 19,20 und über EUR 23,20 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Umsatzwachstumsrate während der Grobplanungsphase und Free Cashflow-Wachstumsrate im Terminal Value nicht erreicht werden können.

ABBILDUNG 8: 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 20,00 und EUR 20,50 je Aktie.

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 Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) wäre die eak-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 7: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel EUR 20,30		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
KGV	18,1x	16,0x	13,9x	23,0x	20,3x	17,7x
EV/Umsatz	3,1x	2,8x	2,7x	3,6x	3,2x	3,1x
EV/EBIT	7,5x	6,7x	6,4x	8,7x	7,8x	7,4x
KBV	2,1x	1,8x	1,5x	2,6x	2,2x	1,9x

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 0,9 konservativ angesetzt – als auch bei den EBIT-Margen im Terminal Value von 25,0% (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)** Kannibalisierungsrisiken 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

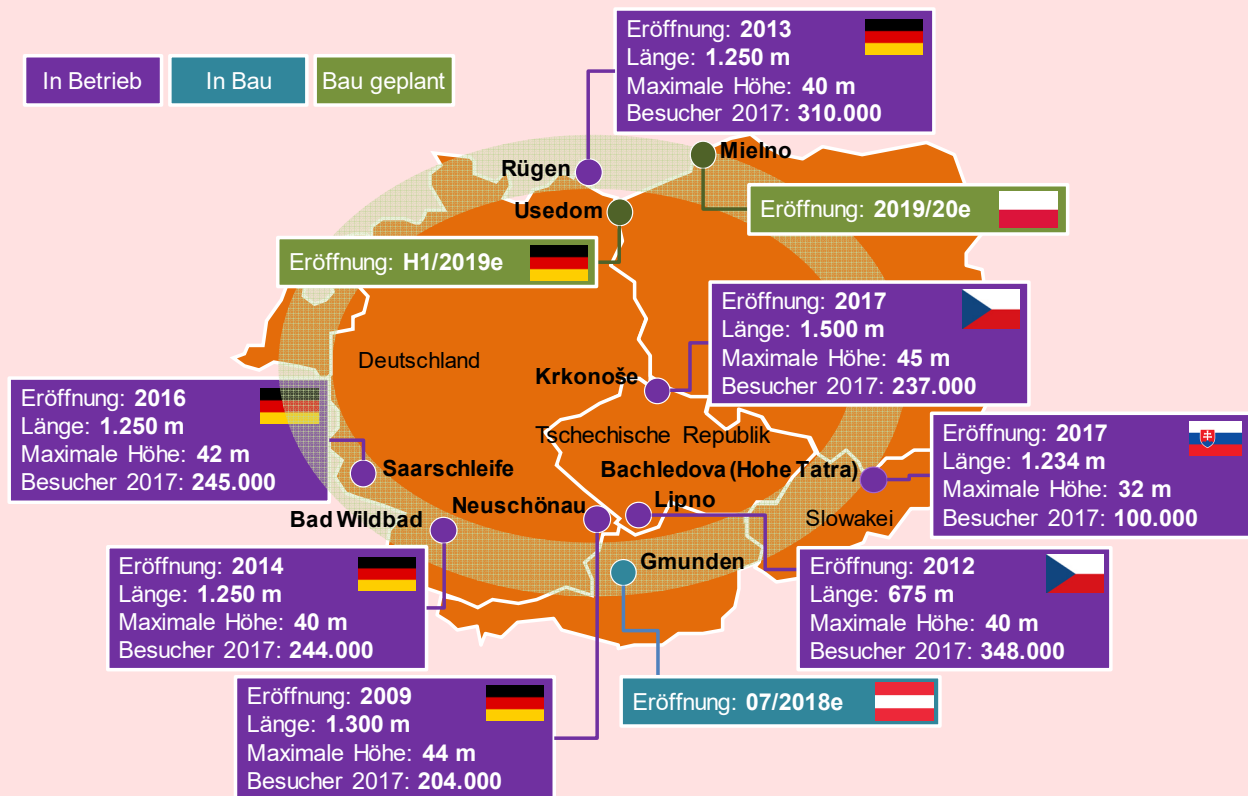
Die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG konzipiert, errichtet und betreibt an hochfrequentierten Ausflugszielen Naturerlebniseinrichtungen, insbesondere Baumwipfelpfade. Mit 1,688 Mio. Besuchern (2017) an sieben Standorten ist das oberpfälzische Unternehmen der mit Abstand führende Anbieter von 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 Baumwipfelpfad in Tschechien realisiert wurde, 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 9: BESTEHENDE STANDORTE UND PROJEKTPipeline



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2011-15

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz	EUR Mio.	2,8	2,6	4,3	5,8	7,0
YoY	%	21,9%	-7,9%	68,5%	33,8%	20,6%
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.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
in % der Umsatzerlöse	%	0,6%	1,8%	1,3%	2,2%	1,0%
Gesamtleistung	EUR Mio.	2,9	2,7	4,5	6,0	7,1
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,4	-0,4	-0,8	-0,8	-0,9
in % der Umsatzerlöse	%	-13,0%	-16,0%	-18,1%	-13,5%	-12,4%
Rohertrag	EUR Mio.	2,5	2,3	3,7	5,3	6,2
in % der Umsatzerlöse	%	90,0%	88,8%	86,4%	91,0%	89,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,8	-1,1	-1,8	-2,2	-2,6
in % der Umsatzerlöse	%	-29,8%	-41,3%	-41,8%	-37,9%	-37,5%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,2
Sozialabgaben	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-0,6	-0,7	-1,1	-1,7	-2,0
in % der Umsatzerlöse	%	-23,3%	-25,6%	-24,5%	-29,5%	-28,1%
EBITDA	EUR Mio.	1,0	0,6	0,9	1,4	1,7
in % der Umsatzerlöse	%	37,0%	21,9%	20,2%	23,7%	24,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,5	-0,3	-0,5	-1,0	-1,2
EBIT	EUR Mio.	0,6	0,2	0,3	0,4	0,5
in % der Umsatzerlöse	%	20,3%	9,2%	7,5%	7,2%	7,0%
YoY	%	-1,7%	-58,1%	37,8%	27,2%	18,0%
Erträge aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	0,5	0,2	0,2	0,3	0,4
in % der Umsatzerlöse	%	17,7%	9,5%	4,7%	5,2%	6,2%
YoY	%	-2,5%	-50,5%	-17,7%	50,4%	43,0%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EE-Steuerquote	%	-28,2%	-22,2%	-31,3%	-31,1%	-25,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	0,226	0,306	0,306	1,375	1,568
Ergebnis je Aktie	EUR	1,05	0,61	0,44	0,15	0,20

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2016-21e

HGB (31.12.)		2016*	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	EUR Mio.	8,0	11,6	14,8	16,6	17,9	18,1
YoY	%	14,6%	45,3%	28,0%	11,9%	8,1%	0,6%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
in % der Umsatzerlöse	%	1,0%	1,3%	1,0%	1,0%	0,9%	1,0%
Gesamtleistung	EUR Mio.	8,1	11,9	15,2	16,9	18,3	18,4
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2
in % der Umsatzerlöse	%	-9,1%	-6,9%	-7,0%	-6,9%	-6,9%	-6,8%
Rohertrag	EUR Mio.	7,4	11,1	14,1	15,8	17,1	17,2
in % der Umsatzerlöse	%	92,8%	95,7%	95,1%	95,0%	95,0%	95,1%
Personalaufwand	EUR Mio.	-2,9	-3,7	-4,4	-4,9	-5,3	-5,3
in % der Umsatzerlöse	%	-36,5%	-31,5%	-29,8%	-29,7%	-29,4%	-29,6%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-2,1	-3,0	-3,6	-4,0	-4,3	-4,3
in % der Umsatzerlöse	%	-26,9%	-26,1%	-24,4%	-24,1%	-23,9%	-23,6%
EBITDA	EUR Mio.	2,3	4,4	6,1	6,8	7,5	7,6
in % der Umsatzerlöse	%	29,4%	38,0%	41,0%	41,3%	41,7%	41,9%
Abschreibungen	EUR Mio.	-1,4	-2,2	-3,1	-3,6	-3,8	-3,8
EBIT	EUR Mio.	0,9	2,2	3,0	3,3	3,7	3,8
in % der Umsatzerlöse	%	11,7%	18,8%	20,0%	19,7%	20,4%	20,9%
YoY	%	91,0%	134,2%	35,8%	10,4%	11,9%	3,2%
Erträge aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	0,9	2,1	2,7	3,0	3,3	3,4
in % der Umsatzerlöse	%	11,4%	18,2%	17,9%	17,8%	18,6%	19,1%
YoY	%	111,8%	131,3%	25,7%	11,3%	12,8%	3,3%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
EE-Steuerquote	%	-26,2%	-22,7%	-23,8%	-24,0%	-24,1%	-24,2%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,7	1,6	2,0	2,2	2,5	2,6
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	1,568	1,725	1,725	1,725	1,725	1,725
Ergebnis je Aktie	EUR	0,43	0,77	0,88	1,00	1,15	1,18

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN
 * bis 2016 AG-Zahlen, ab 2017 Konzernzahlen (erstmalig und nicht testiert)

Bilanz, 2011-15

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015
Anlagevermögen	EUR Mio.	3,7	5,6	6,9	10,8	10,3
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	EUR Mio.	3,2	5,1	6,4	10,2	9,7
Grundstücke	EUR Mio.	0,5	0,7	1,1	1,1	1,1
Technische Anlagen	EUR Mio.	2,3	2,1	4,4	8,3	7,9
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,1	1,8	0,1	0,0	0,1
Finanzanlagen	EUR Mio.	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Beteiligungen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2
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
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,4	2,9	3,0	1,3	2,6
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
DIO	d	21	0	57	49	36
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
DSO	d	5	11	7	3	3
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,2	0,5	2,5	0,2	0,1
Kasse	EUR Mio.	0,0	2,4	0,3	1,0	2,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2
Bilanzsumme	EUR Mio.	4,1	8,6	10,0	12,3	13,1
PASSIVA						
Eigenkapital	EUR Mio.	1,7	3,3	3,5	5,0	6,8
Eigenkapitalquote	%	41,4%	38,3%	34,9%	40,7%	51,6%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	0,2	0,3	0,3	1,4	1,6
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,0	2,4	2,4	2,6	3,9
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	0,1	0,4	0,6	0,7	0,9
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3
Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,8	0,1	0,1	0,3
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,8	0,1	0,1	0,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,3	4,5	6,4	7,1	6,1
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	2,0	3,6	5,9	5,7	5,5
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	1,5
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistg	EUR Mio.	0,2	0,8	0,3	0,9	0,4
Tage	d	20	116	28	55	19
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,5	0,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	4,1	8,6	10,0	12,3	13,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Bilanz, 2016-21e

HGB (31.12.)		2016*	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Anlagevermögen	EUR Mio.	14,1	23,6	32,2	34,9	39,2	37,3
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	EUR Mio.	12,8	22,7	31,4	34,2	38,4	36,6
Grundstücke	EUR Mio.	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Technische Anlagen	EUR Mio.	10,9	20,6	28,8	31,1	34,5	32,8
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,7	0,7	1,0	1,5	2,2	2,1
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Finanzanlagen	EUR Mio.	1,3	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,6	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertpapiere des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	2,7	5,8	1,6	5,1	5,4	6,3
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
DIO	d	41	86	87	87	89	91
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
DSO	d	5	4	4	4	4	4
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,2	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Kasse	EUR Mio.	2,3	4,8	0,5	3,9	4,3	5,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Bilanzsumme	EUR Mio.	17,0	29,8	34,2	40,5	45,1	44,0
PASSIVA							
Eigenkapital	EUR Mio.	7,4	11,3	13,3	15,6	18,1	20,7
Eigenkapitalquote	%	43,7%	38,0%	38,9%	38,5%	40,2%	47,0%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Kapitalrücklage	EUR Mio.	3,9	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	1,3	2,7	4,0	5,5	7,3	9,2
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,7	1,3	1,5	1,7	2,0	2,0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	9,2	18,0	20,4	24,4	26,5	22,8
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	8,3	16,0	18,4	22,4	24,4	20,7
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	1,3	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7
Tage	d	17	15	15	15	15	15
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	17,0	29,8	34,2	40,5	45,1	44,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* bis 2016 AG-Zahlen, ab 2017 Konzernzahlen (erstmalig und nicht testiert)

Bilanz (normalisiert), 2011-15

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015
Anlagevermögen	%	90,3%	65,4%	69,4%	87,8%	78,8%
Immaterielle Vermögensgegenstände	%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%
Sachanlagen	%	79,5%	59,4%	63,6%	83,1%	74,3%
Grundstücke	%	12,0%	8,6%	11,2%	9,3%	8,3%
Technische Anlagen	%	56,1%	25,0%	44,5%	67,7%	60,1%
Andere Anlagen	%	8,7%	4,8%	6,9%	5,9%	5,0%
Geleistete Anzahlungen	%	2,7%	21,0%	1,0%	0,2%	0,8%
Finanzanlagen	%	10,4%	5,7%	5,6%	4,5%	4,4%
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	0,7%	0,3%	0,3%	2,6%	2,7%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,0%	0,9%	1,7%	0,2%	0,1%
Beteiligungen	%	7,9%	3,8%	3,2%	0,2%	0,2%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	1,7%	0,7%	0,3%	1,5%	1,4%
Wertpapiere des Anlagevermögens	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umlaufvermögen	%	8,8%	34,2%	30,2%	10,8%	19,7%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	0,8%	0,4%	0,0%	0,1%	0,2%
Vorräte	%	0,5%	0,0%	1,2%	0,9%	0,7%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	0,9%	0,9%	0,9%	0,4%	0,4%
Sonstige Forderungen	%	5,6%	5,5%	24,8%	1,6%	0,7%
Kasse	%	1,0%	27,4%	3,3%	7,8%	17,7%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,9%	0,4%	0,4%	1,3%	1,5%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	%	41,4%	38,3%	34,9%	40,7%	51,6%
Gezeichnetes Kapital	%	5,5%	3,6%	3,1%	11,2%	12,0%
Kapitalrücklage	%	23,9%	28,2%	24,2%	21,6%	29,8%
Gewinnrücklagen	%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Gewinn-Verlustvortrag	%	2,9%	4,1%	6,1%	6,1%	7,2%
Jahresüberschuss	%	8,6%	2,2%	1,3%	1,7%	2,4%
Rückstellungen	%	2,2%	8,7%	1,0%	1,0%	2,1%
Steuerrückstellungen	%	0,2%	0,0%	0,1%	0,3%	0,5%
Sonstige Rückstellungen	%	2,0%	8,7%	1,0%	0,6%	1,6%
Verbindlichkeiten	%	56,4%	53,0%	64,1%	58,3%	46,3%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	48,4%	42,3%	59,4%	46,9%	41,8%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	3,8%	9,6%	3,3%	7,2%	2,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	4,2%	1,0%	1,4%	4,2%	1,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Bilanz (normalisiert), 2016-21e

HGB (31.12.)		2016*	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Anlagevermögen	%	83,0%	79,1%	94,1%	86,4%	86,9%	84,7%
Immaterielle Vermögensgegenstände	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sachanlagen	%	75,0%	76,4%	91,8%	84,6%	85,3%	83,1%
Grundstücke	%	6,4%	3,5%	3,1%	2,6%	2,3%	2,4%
Technische Anlagen	%	64,3%	69,1%	84,3%	76,9%	76,7%	74,5%
Andere Anlagen	%	4,2%	2,2%	2,9%	3,6%	4,9%	4,7%
Geleistete Anzahlungen	%	0,2%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%
Finanzanlagen	%	7,9%	2,7%	2,2%	1,8%	1,5%	1,5%
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	2,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	3,6%	1,0%	0,7%	0,5%	0,4%	0,3%
Beteiligungen	%	0,2%	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%	0,8%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wertpapiere des Anlagevermögens	%	0,9%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umlaufvermögen	%	15,9%	19,5%	4,7%	12,5%	12,1%	14,3%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Vorräte	%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
Sonstige Forderungen	%	1,0%	2,3%	1,9%	1,5%	1,3%	1,3%
Kasse	%	13,8%	16,0%	1,5%	9,7%	9,5%	11,7%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,1%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA							
Eigenkapital	%	43,7%	38,0%	38,9%	38,5%	40,2%	47,0%
Gezeichnetes Kapital	%	9,2%	5,8%	5,0%	4,3%	3,8%	3,9%
Kapitalrücklage	%	22,9%	17,5%	15,2%	12,9%	11,6%	11,8%
Gewinnrücklagen	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Gewinn-Verlustvortrag	%	7,5%	9,0%	11,7%	13,7%	16,1%	21,0%
Jahresüberschuss	%	3,9%	4,5%	4,5%	4,3%	4,4%	4,6%
Rückstellungen	%	2,4%	1,7%	1,3%	1,1%	1,0%	1,1%
Steuerrückstellungen	%	0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Rückstellungen	%	1,7%	1,6%	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%
Verbindlichkeiten	%	53,9%	60,3%	59,7%	60,4%	58,8%	51,9%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	48,7%	53,8%	53,8%	55,4%	54,2%	47,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	2,2%	1,6%	1,8%	1,7%	1,6%	1,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	2,9%	4,9%	4,1%	3,3%	3,0%	3,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* bis 2016 AG-Zahlen, ab 2017 Konzernzahlen (erstmalig und nicht testiert)

Cashflow-Statement, 2011-15

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3
Abschreibungen	EUR Mio.	0,5	0,3	0,5	1,0	1,2
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	0,4	2,3	0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,7	0,0	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.	0,0	0,7	-0,5	0,6	-0,5
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3
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.	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	0,7	1,5	0,5	4,3	1,0
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Investitionen in IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV	EUR Mio.	-0,7	-2,2	-1,8	-4,8	-0,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-3,1	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,9	-2,3	-4,9	-4,8	-0,8
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,2	-0,8	-4,4	-0,6	0,2
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	1,1	0,2
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	1,4	0,0	0,2	1,3
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	1,7	2,3	-0,1	-0,5
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,2
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-0,2	3,1	1,4	1,2	1,2
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-0,5	2,3	-3,0	0,6	1,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,5	0,0	2,4	0,3	1,0
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	0,0	2,4	-0,7	1,0	2,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2016-21e

HGB (31.12.)		2016	2017*	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,7	0,8	2,0	2,2	2,5	2,6
Abschreibungen	EUR Mio.	1,4	1,7	3,1	3,6	3,8	3,8
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	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
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	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	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	2,2	1,9	5,1	5,8	6,4	6,4
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,8	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV	EUR Mio.	-4,4	-1,4	-11,8	-6,4	-8,1	-1,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-5,3	-0,7	-11,7	-6,3	-8,0	-1,9
Free Cashflow	EUR Mio.	-3,1	1,1	-6,6	-0,6	-1,6	4,5
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	2,8	-0,9	2,4	4,0	2,0	-3,7
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	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	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	3,3	0,3	2,4	4,0	2,0	-3,7
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,2	1,5	-4,3	3,4	0,4	0,9
Währungsanpassungen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	2,3	2,3	4,8	0,5	3,9	4,3
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	2,3	3,8	0,5	3,9	4,3	5,2

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* 2017 wurde noch keine Kapitalflussrechnung erstellt, daher verwenden wir bis 2017 AG-Zahlen, ab 2018e unsere geschätzten Konzernzahlen.

Auf einen Blick I, 2011-15

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015
Key Data						
Umsatz	EUR Mio.	2,8	2,6	4,3	5,8	7,0
Rohertrag	EUR Mio.	2,5	2,3	3,7	5,3	6,2
EBITDA	EUR Mio.	1,0	0,6	0,9	1,4	1,7
EBIT	EUR Mio.	0,6	0,2	0,3	0,4	0,5
EBT	EUR Mio.	0,5	0,2	0,2	0,3	0,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		24,3	27,3	20,9	28,5	34,0
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	7,50
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	6,40
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	7,12
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	6,40
EPS	EUR	1,05	0,61	0,44	0,15	0,20
BVPS	EUR	7,49	10,75	11,41	3,63	4,31
CFPS	EUR	3,14	4,90	1,77	3,09	0,61
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					
Performance bis Kursziel	%					
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	37,0%	21,9%	20,2%	23,7%	24,1%
EBIT-Marge	%	20,3%	9,2%	7,5%	7,2%	7,0%
EBT-Marge	%	17,7%	9,5%	4,7%	5,2%	6,2%
Netto-Marge	%	12,6%	7,3%	3,1%	3,5%	4,6%
FCF-Marge	%	-8,6%	-29,5%	-102,0%	-10,0%	2,8%
ROE	%	20,8%	5,7%	3,8%	4,1%	4,7%
NWC/Umsatz	%	-2,4%	-27,8%	-2,8%	-12,3%	-2,8%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	114,5	93,8	206,3	202,8	205,2
Pro-Kopf-EBIT	EUR	23,2	8,6	15,5	14,5	14,4
Capex/Umsatz	%	-24,8%	-85,0%	-42,0%	-83,8%	-10,6%
Wachstumsraten						
Umsatz	%	21,9%	-7,9%	68,5%	33,8%	20,6%
Rohertrag	%	22,6%	-9,2%	64,1%	40,9%	18,9%
EBITDA	%	17,8%	-45,4%	55,1%	57,4%	22,4%
EBIT	%	-1,7%	-58,1%	37,8%	27,2%	18,0%
EBT	%	-2,5%	-50,5%	-17,7%	50,4%	43,0%
Nettoergebnis	%	2,1%	-47,0%	-27,9%	51,0%	57,9%
EPS	%	101,5%	-42,3%	-27,9%	-66,4%	38,4%
CFPS	%	332,6%	55,8%	-63,8%	74,5%	-80,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Auf einen Blick I, 2016-21e

HGB (31.12.)		2016*	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data							
Umsatz	EUR Mio.	8,0	11,6	14,8	16,6	17,9	18,1
Rohertrag	EUR Mio.	7,4	11,1	14,1	15,8	17,1	17,2
EBITDA	EUR Mio.	2,3	4,4	6,1	6,8	7,5	7,6
EBIT	EUR Mio.	0,9	2,2	3,0	3,3	3,7	3,8
EBT	EUR Mio.	0,9	2,1	2,7	3,0	3,3	3,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,7	1,6	2,0	2,2	2,5	2,6
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		57,3	97,6	107,6	117,6	127,6	127,6
Je Aktie							
Kurs Hoch	EUR	7,70	13,49	16,50	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	5,00	6,86	11,80	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	6,31	9,72	13,70	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	6,91	12,05	16,00	16,00	16,00	16,00
EPS	EUR	0,43	0,77	0,88	1,00	1,15	1,18
BVPS	EUR	4,73	6,55	7,72	9,02	10,49	12,00
CFPS	EUR	1,41	1,08	2,95	3,36	3,71	3,72
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR						20,30
Performance bis Kursziel	%						26,9%
Profitabilitätskennzahlen							
EBITDA-Marge	%	29,4%	38,0%	41,0%	41,3%	41,7%	41,9%
EBIT-Marge	%	11,7%	18,8%	20,0%	19,7%	20,4%	20,9%
EBT-Marge	%	11,4%	18,2%	17,9%	17,8%	18,6%	19,1%
Netto-Marge	%	8,4%	14,0%	13,6%	13,5%	14,1%	14,5%
FCF-Marge	%	-39,1%	9,8%	-44,7%	-3,3%	-9,2%	25,0%
ROE	%	9,0%	14,4%	15,2%	14,4%	14,0%	12,6%
NWC/Umsatz	%	-2,4%	-1,0%	-1,1%	-1,1%	-1,0%	-1,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	139,3	118,8	137,9	141,2	140,6	141,5
Pro-Kopf-EBIT	EUR	16,3	22,4	27,6	27,8	28,7	29,6
Capex/Umsatz	%	-55,6%	-12,2%	-79,2%	-38,4%	-44,9%	-10,6%
Wachstumsraten							
Umsatz	%	14,6%	45,3%	28,0%	11,9%	8,1%	0,6%
Rohertrag	%	18,5%	49,9%	27,2%	11,7%	8,1%	0,7%
EBITDA	%	39,8%	88,3%	37,8%	12,7%	9,3%	1,1%
EBIT	%	91,0%	134,2%	35,8%	10,4%	11,9%	3,2%
EBT	%	111,8%	131,3%	25,7%	11,3%	12,8%	3,3%
Nettoergebnis	%	109,7%	142,7%	24,5%	11,0%	12,6%	3,2%
EPS	%	109,7%	81,3%	14,1%	13,0%	14,9%	2,7%
CFPS	%	129,5%	-23,4%	173,2%	13,9%	10,5%	0,4%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN * bis 2016 AG-Zahlen, ab 2017 Konzernzahlen (erstmalig und nicht testiert)							

Auf einen Blick II, 2011-15

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	3,2	5,1	6,4	10,2	9,7
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,4	2,9	3,0	1,3	2,6
Eigenkapital	EUR Mio.	1,7	3,3	3,5	5,0	6,8
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,4	5,3	6,5	7,3	6,3
EK-Quote	%	41,4%	38,3%	34,9%	40,7%	51,6%
Gearing	%	114,5%	38,9%	160,8%	96,1%	46,6%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,1	-0,7	-0,1	-0,7	-0,2
Asset Turnover	x	0,7	0,3	0,4	0,5	0,5
EBITDA-ICR	x	13,3	6,7	6,6	10,7	9,3
Enterprise Value						
Anzahl Aktien	1.000	226	306	306	1.375	1.568
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	11,8
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	10,0
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	11,2
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	10,0
Nettoverschuldung	EUR Mio.	1,9	1,3	5,6	4,8	3,1
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	n/a	n/a	n/a	14,9
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	13,2
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	14,3
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	13,2
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,14
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	1,89
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,05
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	1,89
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	8,9
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	7,9
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	8,5
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	7,9
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	30,6
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	27,0
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	29,3
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	27,0
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	36,8
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	31,4
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	35,0
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	31,4
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	1,5
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	n/a	2,0%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%
Cashflow						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	0,7	1,5	0,5	4,3	1,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,9	-2,3	-4,9	-4,8	-0,8
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,2	-0,8	-4,4	-0,6	0,2
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-0,2	3,1	1,4	1,2	1,2
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Auf einen Blick II, 2016-21e

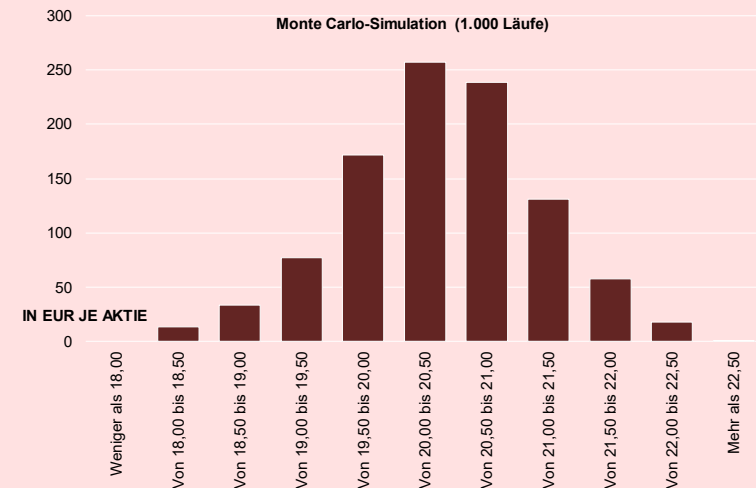
HGB (31.12.)		2016*	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen							
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	12,8	22,7	31,4	34,2	38,4	36,6
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	1,3	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	2,7	5,8	1,6	5,1	5,4	6,3
Eigenkapital	EUR Mio.	7,4	11,3	13,3	15,6	18,1	20,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	9,6	18,5	20,9	24,9	27,0	23,3
EK-Quote	%	43,7%	38,0%	38,9%	38,5%	40,2%	47,0%
Gearing	%	80,1%	99,6%	134,5%	118,6%	111,1%	75,3%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Asset Turnover	x	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EBITDA-ICR	x	12,3	15,6	13,8	15,4	16,7	16,7
Enterprise Value							
Anzahl Aktien	1.000	1.568	1.725	1.725	1.725	1.725	1.725
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	12,1	23,3	28,5	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	7,8	11,8	20,4	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	9,9	16,8	23,6	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	10,8	20,8	27,6	27,6	27,6	27,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	5,9	11,3	17,9	18,5	20,1	15,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	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
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	18,0	34,5	46,4	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	13,8	23,1	38,3	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	15,8	28,0	41,5	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	16,8	32,0	45,5	46,1	47,7	43,2
Bewertungskennzahlen							
EV/Umsatz Hoch	x	2,26	2,98	3,12	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,73	1,99	2,58	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,98	2,42	2,80	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,10	2,76	3,07	2,77	2,66	2,39
EV/EBITDA Hoch	x	7,7	7,8	7,6	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	5,9	5,2	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	6,8	6,3	6,8	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,2	7,3	7,5	6,7	6,4	5,7
EV/EBIT Hoch	x	19,3	15,8	15,6	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	14,8	10,6	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	17,0	12,8	14,0	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	18,0	14,7	15,4	14,1	13,0	11,4
KGV Hoch	x	18,0	17,4	18,7	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	11,7	8,9	13,4	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	14,8	12,6	15,5	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	16,2	15,6	18,1	16,0	13,9	13,6
KBV Schlusskurs	x	1,5	1,8	2,1	1,8	1,5	1,3
FCF-Yield	%	-28,8%	5,5%	-24,0%	-2,0%	-6,0%	16,4%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow							
Operativer Cashflow	EUR Mio.	2,2	1,9	5,1	5,8	6,4	6,4
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-5,3	-0,7	-11,7	-6,3	-8,0	-1,9
Free Cashflow	EUR Mio.	-3,1	1,1	-6,6	-0,6	-1,6	4,5
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	3,3	0,3	2,4	4,0	2,0	-3,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* bis 2016 AG-Zahlen, ab 2017 Konzernzahlen (erstmalig und nicht testiert)

DCF-Modell

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TY
Umsatz	EUR Mio.	14,8	16,6	17,9	18,1	18,2	18,3	18,4	18,5	18,6	18,7	18,8	18,9	19,1	19,2	19,3
YoY	%	28,0%	11,9%	8,1%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	3,0	3,3	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,8	4,9	4,8
EBIT-Marge	%	20,0%	19,7%	20,4%	20,9%	21,4%	21,8%	22,3%	22,7%	23,2%	23,6%	24,1%	24,5%	25,0%	25,4%	25,0%
EBIT-Marge inkl. Beteiligungen	%	20,8%	20,4%	21,0%	21,5%	22,0%	22,5%	22,9%	23,4%	23,9%	24,3%	24,8%	25,2%	25,7%	26,2%	25,7%
Steuern	EUR Mio.	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Steuerquote (τ)	%	20,5%	20,9%	21,3%	21,4%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	2,5	2,7	3,0	3,1	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,8
Reinvestment	EUR Mio.	-8,6	-2,8	-4,2	1,9	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4
FCFF	EUR Mio.	-6,1	-0,1	-1,2	4,9	3,2	3,2	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,4
WACC	%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	5,2%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	104,4%	109,0%	87,9%	84,1%	80,4%	76,8%	73,3%	69,9%	66,6%	63,4%	60,3%	57,3%	54,3%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-6,1	-0,1	-1,3	4,3	2,7	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1	2,1	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	1,9%														
Terminal Cost of capital	%	5,6%														
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	26,0														
in % des Enterprise Value	%	56,1%														
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-3,2														
in % des Enterprise Value	%	-6,9%														
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	23,5														
in % des Enterprise Value	%	50,8%														
Enterprise Value	EUR Mio.	46,4														
Finanzschulden	EUR Mio.	-16,0														
Excess Cash	EUR Mio.	4,8														
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	35,1														
Anzahl Aktien	Mio.	1,7														
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	20,30														



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 hervorgeht,
- Ⓢ 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)
12.06.2018/11:15 Uhr	EUR 20,30/EUR 16,00	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 2; 8
14.11.2017/12:00 Uhr	EUR 13,50/EUR 12,50	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
25.10.2017/08:55 Uhr	EUR 13,50/EUR 12,66	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
11.08.2017/08:19 Uhr	EUR 13,50/EUR 9,80	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
18.05.2017/08:00 Uhr	EUR 13,50/EUR 8,75	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
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 Interessenskonflikte 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.

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 12.06.2018 um 11:11 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 16,00.