

# Erlebnis Akademie

Reuters: EADG.DE

Bloomberg: EAD GY

## Der europäische Baumwipfelpfadmarktführer

Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der Erlebnis Akademie AG (eak) und heben unser aus einem dreiphasigen DCF-Entity-Modell ermitteltes Kursziel nach Zurücknahme der pandemiebedingten Risikoaufschläge und Einbeziehung der beiden unlängst eröffneten Baumwipfelpfade im Elsass und auf Usedom auf EUR 27,00 je Aktie (Base Case-Szenario) von bislang EUR 19,90 an. Dabei wurden allein die fest geplanten bzw. in der baulichen Umsetzung befindlichen Baumwipfelpfade bzw. Erweiterungsprojekte berücksichtigt. Aus einer Monte-Carlo-Simulation errechnen sich Best- und Worst-Case-Werte des Eigenkapitals von EUR 18,70 (10%-Quantil) bzw. EUR 29,30 (90%-Quantil) je Aktie.

### 2020 mit einem blauen Auge davongekommen

Vergangene Woche hat eak den Jahresabschluss 2020 veröffentlicht. Dabei lagen sowohl der Konzernumsatz mit EUR 14,9 Mio. (-9,5% YoY) als auch das operative Ergebnis (EBIT inklusive Beteiligungen) mit EUR 1,8 Mio. (-38,8% YoY) über unseren Erwartungen. Nach Steuern wurde ein Konzernjahresüberschuss von EUR 0,8 Mio. erzielt. Damit ist es gelungen, die negativen Effekte aus den Corona-bedingten Standortschließungen durch die erstmals ganzjährige Einbeziehung des Baumwipfelpfads im Slowenischen Pohorje/Rogla zumindest abzumildern.

### Trend zu Inlandsurlaube

Trotz der schwierigen Voraussetzungen war das Besucherniveau im Jahr 2020 mit insgesamt 1,8 Mio. Besuchern (2019: 2,2 Mio. Besucher) hoch und zeigte insbesondere während der Phasen mit gelockerten Zugangsbeschränkungen eine hohe Dynamik. So lagen etwa die Besucherzahlen im dritten Quartal 2020 (vollkonsolidiert) um 8,0% über dem Vorjahr, in Deutschland sogar um 14,9%. Dies zeigt nach unserer Einschätzung, dass das Geschäftsmodell von eak funktioniert und nun, nach der Corona-Pandemie, vom langfristigen Trend zum „Urlaub Daheim“ profitieren wird.

### Alle Standorte wieder geöffnet

Bis Anfang Juni 2021 durfte Erlebnis Akademie zehn ihrer elf Standorte teilweise und unter Auflagen wieder- oder neueröffnen. Inzwischen ist auch der letzte, zuletzt noch geschlossene Baumwipfelpfad im Schwarzwald, im Rahmen eines Modellprojekts wieder geöffnet. Das Unternehmen rechnet vor dem Hintergrund der aktuellen positiven Entwicklungen bei den Infektions- und Impffzahlen mit einer dauerhaften Öffnung aller Standorte ohne weitere Beschränkungen. Auch die Abenteuerwälder sind bereits teilweise wieder geöffnet und dürfen nach Unternehmensangaben wieder Besucher empfangen. Im Sommer sollten auch die noch eingeschränkten oder teilweise geschlossenen Gastronomien und Merchandise-Läden wieder uneingeschränkt betrieben werden.

**Rating:** Buy **Risiko:** Niedrig  
**Kurs:** EUR 17,10  
**Kursziel:** EUR 27,00 (bisher 19,90)

WKN/ISIN: DE0001644565/164456

Indizes: -

Transparenzlevel: m:access (Freiverkehr Börse München)

Gewichtete Anzahl Aktien: 2,425 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 41,5 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~1.500 Stück

Hauptversammlung Geschäftsjahr 2020: 19. Juli 2021

GuV (EUR Mio.)	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	14,9	16,5	20,6	20,7
EBITDA	5,6	6,9	9,9	9,9
EBIT	1,6	2,7	5,7	6,2
EBT	1,2	2,3	5,4	6,0
EAT	0,8	1,8	4,1	4,5

% der Umsätze	2020	2021e	2022e	2023e
EBITDA	37,6%	41,7%	48,2%	47,8%
EBIT	11,0%	16,2%	27,8%	29,9%
EBT	7,9%	14,0%	26,4%	28,9%
EAT	5,2%	10,8%	20,1%	21,9%

Je Aktie (EUR)	2020	2021e	2022e	2023e
EPS	0,20	0,39	0,91	1,00
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	9,32	10,67	12,37	14,24
Cashflow	2,52	3,12	3,54	3,42

Bilanz (%)	2020	2021e	2022e	2023e
EK-Quote	38%	50%	56%	63%
Gearing	100%	33%	8%	-11%

Multiples (x)	2020	2021e	2022e	2023e
KGv	68,7	43,6	18,8	17,1
EV/Umsatz	3,2	3,0	2,1	1,8
EV/EBITDA	8,4	7,3	4,4	3,8
KBV	1,5	1,6	1,4	1,2

Guidance (EUR Mio.)	2021e	2022e	2023e
Umsatz	n/a	n/a	n/a
EBIT	n/a	n/a	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

**Peter Thilo Hasler, CEFA**

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

## Wert des Eigenkapitals EUR 27,00 je Aktie – Buy

Wir bewerten das Eigenkapital der Erlebnis Akademie aus einem dreiphasigen DCF-Entity-Modell (Base-Case-Szenario), das die langfristigen Ertragsperspektiven des Unternehmens aus unserer Sicht am besten widerspiegelt. In dieses haben wir ausschließlich die fest geplanten bzw. in der baulichen Umsetzung befindlichen Baumwipfelpfade bzw. Erweiterungsprojekte einbezogen. Allerdings haben wir die von uns eingearbeiteten COVID-19-Risikoaufschläge zurückgenommen, die wir ursprünglich bis zum Erreichen der Herdenimmunität in Deutschland angesetzt hatten. Wir erhöhen damit unser Kursziel auf EUR 27,00 von bislang EUR 19,90. Auf Sicht von 24 Monaten errechnet sich gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 17,10 ein Kurssteigerungspotenzial im Base-Case-Szenario von 57,9%. Wir bekräftigen unser Buy-Rating für die Aktien der Erlebnis Akademie AG.

Aus dem Ansatz einer normalisierten „Run-Rate“ von Neueröffnungen lassen sich signifikant höhere Kursziele ableiten. Da ein Baumwipfelpfad bereits ab seiner Eröffnung regelmäßig wertschöpfend ist, ergeben sich auch im Fall einer konkreten Ankündigung modellimmanent steigende Kursziele.

### Unser primäres Bewertungsverfahren für Erlebnis Akademie ist ein dreistufiges DCF-Entity-Modell

Dass wir zur Bewertung von Erlebnis Akademie ein fundamentalanalytisches Bewertungsverfahren wie das DCF-Modell heranziehen, liegt insbesondere daran, dass Erlebnis Akademie langfristig aus der Inbetriebnahme von Baumwipfelpfaden und deren Erweiterungen überdurchschnittlich hohe Umsatz- und Ergebniswachstumsraten erzielen kann. Im Normalfall ist die Inbetriebnahme eines Baumwipfelpfades unmittelbar wertschöpfend.

Den Bau weiterer Naturerlebniseinrichtungen durch die Aufnahme von externem Eigen- und Fremdkapital haben wir in unserer Prognose nicht berücksichtigt. Demzufolge erlaubt unsere Prognose der Finanzkennzahlen für den realistischen Fall, dass eak in den kommenden Jahren weitere Baumwipfelpfade eröffnen wird, einen zusätzlichen Anpassungsspielraum für die Wertfindung nach oben.

Unsere Prognosen basieren auf der Annahme, dass etwaige Liquiditätsdefizite durch die Aufnahme von Fremdkapital geschlossen werden. Die externe Aufnahme von Eigenkapital ist in unserem Modell nicht vorgesehen.

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

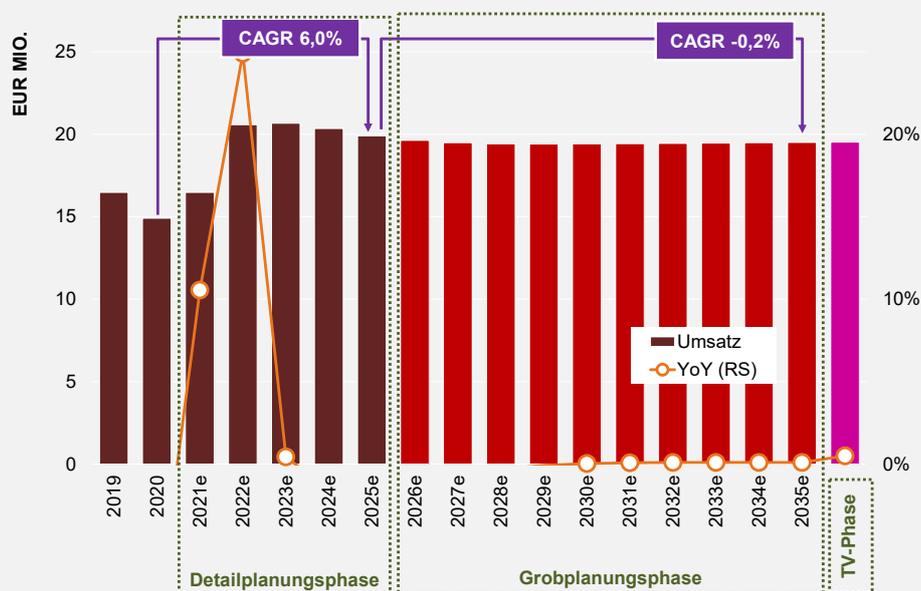
Wir unterstellen für unser dreistufiges Discounted Cashflow-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (die sogenannte „**Detailplanungsphase**“) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2025e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten (CAGR) der Umsätze zwischen 2020 und 2025e in Höhe von 6,0%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige „**Grobplanungs- oder Übergangsphase**“), die 2035e endet, haben wir im Zeitablauf sukzessive rückläufige Wachstumsraten unterstellt und überdies angenommen, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen des Unternehmens einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des sog. „**Terminal Value**“ (kurz **TV-Phase**), in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Umsatzwachstumsrate den quasi-risikolosen Zins 30-jähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,1% an.

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:  
Annahmen für die Umsatzentwicklung

In Summe ergeben diese Annahmen folgende, von uns erwartete Umsatzentwicklung:

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2019-2035E



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

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- bzw. Grobplanungsphase belaufen sich auf 6,0% bzw. -0,2%. Im Terminal Value, in dem sich modellimmanent riskante Investitionen nicht mehr „lohnen“, haben wir ein Umsatzwachstum in der Höhe des risikolosen Verzinsung modelliert.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Weitere Annahmen während der Grobplanungsphase

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

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

- ☞ dass die **EBIT-Margen** im Prognosezeitraum aufgrund der im Zeitablauf rückläufigen Attraktivität der Bestandsprojekte unter den für das Jahr 2025e erwarteten Wert von 29,7% (Basis: Bruttoerlöse) sinken werden; dabei haben wir weder die Aufnahme von Eigen- noch von Fremdkapital unterstellt, sondern einen Going Concern der aktuellen Bestandsprojekte angesetzt.
- ☞ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 25,0% liegen;
- ☞ dass die von **Minderheitsgesellschaften** erwirtschafteten und Erlebnis Akademie zustehenden Ertragsanteile in das operative Konzernergebnis („adjustiertes EBIT“) miteinberechnet werden;
- ☞ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote zum Nettoumsatz**, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt; per Saldo rechnen wir ab 2025e nur noch mit im Zeitablauf sukzessive leicht ansteigenden Erhaltungsinvestitionen in die Naturerlebniseinrichtungen;
- ☞ ein in Ermangelung statistisch valider Daten (Bloomberg weist für die eak-Aktie aktuell ein 250-Tage-Beta von -0,09 aus) aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 0,90, das wir vor dem Hintergrund der geringen Volatilität börsennotierter Freizeit-Unternehmen aus nachfolgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA

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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊛ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 3,1% pro Jahr, die wir für das Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 20,0% und einem aus der hohen Interest Coverage Ratio abgeleiteten synthetischen Rating von BBB für realistisch ansehen;
- ⊛ dass der **Grenzsteuersatz** (bezogen auf das operative Ergebnis zuzüglich dem in Deutschland nur geringfügig besteuerten Ertragsanteilen aus den Minderheitsbeteiligungen) während der Grobplanungsperiode auf dem Niveau von 26,6% liegen wird, einem realistischen Durchschnittswert für das bislang mehrheitlich in Deutschland tätige Unternehmen;
- ⊛ dass negative Freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden; diese auf dem **Axiom der Risikoaversion der Anleger** basierende Überlegung kommt bei dem nach unseren Schätzungen auch in den Anfangsjahren der Detailplanungsphase profitablen Unternehmen jedoch nicht zum Tragen;
- ⊛ dass die von Erlebnis Akademie im Zeitraum 2022e-2025e erwirtschafteten Freien Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 4,5% diskontiert werden. Neben dem oben bereits abgeleiteten Fundamental-beta von 0,90 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,1%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 8,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 3,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%), einer Transparenzprämie der im Freiverkehr der Münchener Börse notierten Aktie (1,0%) und einer Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Als Risikoprämie für das Fremdkapital sehen wir angesichts eines von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Ratings von BBB einen Aufschlag von derzeit etwa 250 Basispunkte als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Erlebnis Akademie eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 30%/70% anstrebt;

**TABELLE 2: WACC, 2022E-2025E**

<b>Kosten des Eigenkapitals</b>	%	<b>7,3%</b>	<b>Berechnung nach Capital Asset Pricing Model (CAPM)</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	0,1%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
Beta		0,90	Fundamentalanalytisch ermitteltes Beta
Implizite Risikoprämie	%	8,0%	Aus Dividend-Discount-Modell unter Verwendung von Consensus-Schätzungen zu den DAX-Gewinnen und -Dividenden
<b>Small Cap-Prämie</b>	%	<b>3,0%</b>	
Managementprämie	%	1,0%	Key-Man-Risk
Liquiditätsprämie	%	1,0%	Aufgrund der noch niedrigen Börsenumsätze
Transparenzprämie	%	1,0%	Aus HGB-Bilanzierung und Freiverkehrsnotiz
Private Company-Prämie	%	0,0%	
Early-Stage-Prämie	%	0,0%	Vernachlässigbar, da bereits profitabel
Pandemie-Prämie	%	0,0%	Rücknahme, da keine weitere Einschränkung des Geschäftsmodells
Zielkapitalstruktur des Eigenkapitals	%	30,0%	
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	%	<b>3,1%</b>	
<b>Kosten der Verschuldung nach Steuern</b>	%	<b>2,0%</b>	
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	0,1%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	2,5%	Bei einem synthetischen Rating von BBB
Default-Spread des Landes	%	0,0%	Für das in Deutschland ansässige Unternehmen vernachlässigbar
Kosten des Fremdkapitals vor Steuern	%	2,6%	
Steuerquote	%	24,4%	Einbeziehung des FK-verursachten Tax-Shields
Zielkapitalstruktur des Fremdkapitals	%	70,0%	
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	%	<b>1,4%</b>	
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	%	<b>4,5%</b>	<b>Für die Detailplanungsphase 2022e-2025e</b>

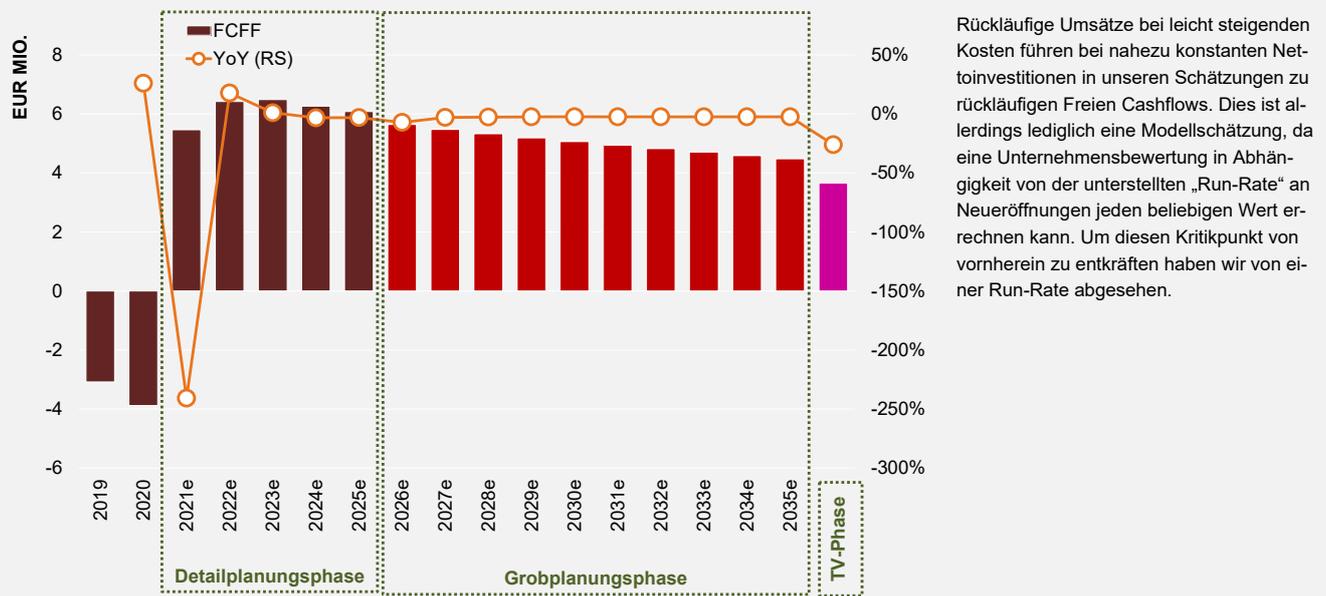
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

☹ dass Erlebnis Akademie in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Anstieg des betas auf das Niveau des Marktportefeuilles (also 1,0) und damit der WACC von 4,5% (2022e-2025e) auf dann 5,1% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

### Deutlich positive Entwicklung der Freien Cashflows

Aus unserem Bewertungsmodell ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der Freien Cashflows to the Firm (FCFF) für die Jahre 2019 bis 2035e. Erkennbar ist, wie Erlebnis Akademie die Profitabilität auf dem von uns unterstellten Wachstumspfad deutlich verbessern wird. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir nur noch Erhaltungs- und geringe Erweiterungsinvestitionen angenommen. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann modellimmanent unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen deutlich Rückgang der Freien Cashflows to the Firm an, dieser stellt dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes dar.

ABBILDUNG 2: FCFF, 2019-2035E



Rückläufige Umsätze bei leicht steigenden Kosten führen bei nahezu konstanten Nettoinvestitionen in unseren Schätzungen zu rückläufigen Freien Cashflows. Dies ist allerdings lediglich eine Modellschätzung, da eine Unternehmensbewertung in Abhängigkeit von der unterstellten „Run-Rate“ an Neueröffnungen jeden beliebigen Wert errechnen kann. Um diesen Kritikpunkt von vornherein zu entkräften haben wir von einer Run-Rate abgesehen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 65,4 Mio.**

Der Enterprise Value von Erlebnis Akademie liegt in unserem Modell bei EUR 84,3 Mio. Aus diesem werden 27,1% über den Terminal Value abgeleitet, 33,4% bzw. 39,5% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Der vergleichsweise niedrige Wert während des Terminal Values, der in den meisten Bewertungsmodellen den größten Anteil unter den drei Phasen einnimmt, ergibt sich aus der modellbedingt angenommenen, abnehmenden Attraktivität des Portefeuilles an Baumwipfelpfaden (ohne Run-Rate) sowie den in dieser Phase erforderlichen Nettoinvestitionen.

Wert des Eigenkapitals von EUR 65,4 Mio. bzw. EUR 27,00 je Aktie.

Abzüglich der Nettoverschuldung (per Ende des Geschäftsjahres 2020) von EUR 18,9 Mio. (bezogen auf das Excess Cash) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 65,4 Mio. Bezogen auf 2,425 Mio. Stück ausstehende Aktien entspricht dies einem Wert von rund EUR 27,00 je Aktie.

**TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

				Kommentar	Δ
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	3,1%		Synthetisches BBB Rating mit 20% RR und Default Spread 250 bps	⇔
Terminal Cost of Capital	%	5,1%		500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe	⇔
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	22,8		Nach dem Jahr 2035e	↗
in % des Enterprise Value	%	27,1%			↘
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	28,1		Für die Jahre 2020-25e mit Umsatz-CAGR 6,0%	↗
in % des Enterprise Value	%	33,4%			↗
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	33,3		Für die Jahre 2026e-35e mit Umsatz-CAGR -0,2%	↗
in % des Enterprise Value	%	39,5%			↗
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>84,3</b>			↗
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-27,4		Zum 31.12.2020	⇔
Liquidität	EUR Mio.	8,5		Zum 31.12.2020	⇔
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>65,4</b>			↗
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	2,4		Anzahl ausstehender Stammaktien	⇔
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>27,00</b>		<b>Kursziel auf Sicht von 24 Monaten</b>	↗
Aktueller Kurs	EUR	17,10		Xetra-Schlusskurs vom 14.06.2021	
<b>Erwartetes Kurspotenzial</b>	<b>EUR</b>	<b>57,9%</b>		<b>Unverändertes Kursziel auf Sicht von 24 Monaten</b>	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Anschließend haben wir eine Monte-Carlo-Simulation durchgeführt, um die Sensitivitäten des Unternehmenswertes bezüglich der unabhängigen Input-Variablen abzufragen. Wir haben eine multivariate Analyse durchgeführt und die Ergebnisse des DCF-Modells anhand der nachstehenden sieben Kriterien und spezifischen Standardabweichungen ( $\sigma$ ) getestet.

**TABELLE 4: SENSITIVITÄTSPARAMETER DER MONTE-CARLO-SIMULATION**

		Ist	$\sigma$
Umsatzwachstumsrate in der Grobplanungsphase	%	6,0%	6,0%
Umsatzwachstumsrate im Terminal Value	%	0,1%	2,0%
EBIT-Marge Grobplanungsphase	%	28,3%	8,0%
EBIT-Marge im Terminal Value	%	25,0%	8,0%
Steuerquote Grobplanungsphase/Terminal Value	%	24,1%	3,0%
Normalisierte Sales to Capital Ratio	%	-1,00	10,0%
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	3,1%	0,7%

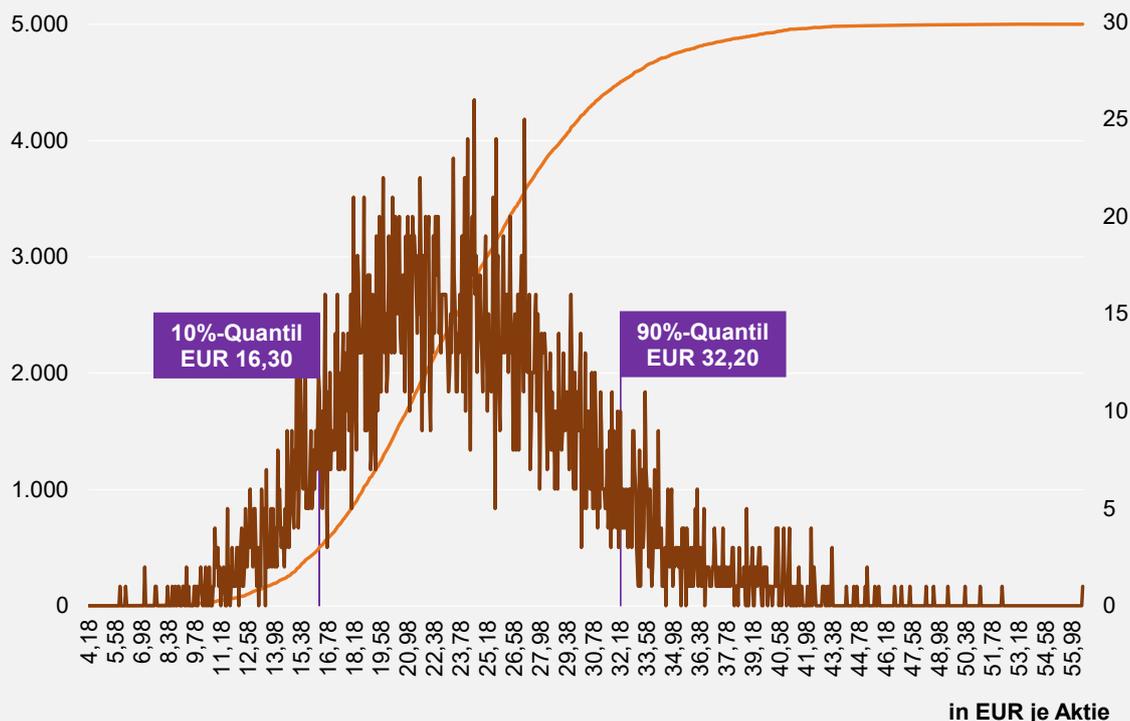
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Ableitung der Simulationsergebnisse**

Wir haben insgesamt 5.000 Kombinationen dieser sieben Parameter getestet und ausgewertet. Wie nachfolgende Abbildung zeigt, liegen die 10%- bzw. 90%-Quantile Werte des Eigenkapitals bei EUR 16,30 je Aktie bzw. EUR 32,20 je Aktie.

Monte-Carlo-Simulation mit 10%- bzw. 90%-Quantil-Kurszielen von EUR 16,30 bzw. EUR 32,20 je Aktie.

ABBILDUNG 3: MONTE-CARLO-SIMULATION



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung**

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 27,00 je Aktie wären die Aktien der Erlebnis Akademie AG mit folgenden Multiples bewertet.

TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ERLEBNIS AKADEMIE-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2022e
KGV	x	43,6x	18,8x	17,1x	68,9x	29,7x	27,0x
KCFV	x	5,5x	4,8x	5,0x	8,7x	7,6x	7,9x
EV/Umsatz	x	3,0x	2,1x	1,8x	4,5x	3,3x	3,0x
EV/EBIT	x	7,3x	4,4x	3,8x	10,7x	6,8x	6,2x
KBV	x	1,6x	1,4x	1,2x	2,5x	2,2x	1,9x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Warum das KGV für eak keine sinnvolle Bewertungskennzahl ist

Bei dieser Auswertung ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Kennzahl KGV aufgrund der hohen Innenfinanzierungskraft des Unternehmens (Baumwipfelfade werden schneller abgeschrieben als dies ihre ökonomische Lebensdauer zulassen würde) aus unserer Sicht nicht zu sinnvollen Ergebnissen führt. Stattdessen ist das Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCFV) für eine Überprüfung der Ergebnisse der fundamentalanalytischen Bewertung wesentlich geeigneter.

### Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Risiken:

Risiken für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

- Ⓢ Erneute **COVID-19-induzierte Einschränkungen** für die Baumwipfelfade, auch durch Reisebeschränkungen;
- Ⓢ Hohe **Bedeutung der Standortauswahl** mit erheblichen Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage;
- Ⓢ **ausgeprägte Saisonalitäten** bei hoher Abhängigkeit von den Wetterbedingungen insbesondere in den saisonal wichtigen Sommer- und Herbstmonaten;
- Ⓢ **geringe Skalierbarkeit** des Geschäftsmodells aufgrund hoher Capex-Erfordernisse;
- Ⓢ Notwendigkeit regelmäßiger **Finanzierungsrunden**, zumindest solange sich das Unternehmen im Wachstumsmodus befindet, in dem regelmäßig neue Baumwipfelfade errichtet werden;
- Ⓢ **Verzögerungen der Genehmigungen** seitens der lokalen Behörden;
- Ⓢ **Kannibalisierungsrisiken** durch öffentlich-rechtliche Wettbewerber, etwa auf Gemeindeebene;
- Ⓢ abgesehen von hohen Capex grundsätzlich **niedrige Markteintrittsbarrieren** in einem limitierten Markt;
- Ⓢ **Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen** (Key-Man-Risk) – auch wenn das Umsetzungs-Know-how in der Regel vom jeweiligen Marketingleiter und Projektmanager mitgetragen wird.

### Katalysatoren für das Erreichen unseres Kurszieles

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses der Erlebnis Akademie in den kommenden Monaten sehen wir:

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

- Ⓢ Meldungen über die nachhaltige Aufhebung der **behördlich verfügbaren Bewegungsbeschränkungen und das Erreichen einer Herdenimmunität**;
- Ⓢ die **Eröffnung neuer Standorte**, auch durch das Eingehen von Joint Ventures oder als Lizenzmodell im Ausland;

- ⑤ nach unserer Einschätzung ist eak nicht nur angesichts des hohen Free Floats der Aktie ein **Übernahmeziel für strategische Tourismus-Unternehmen**, insbesondere aus den USA;
- ⑤ Aussagen über die **Rückkehr zum langfristigen Ergebnistrend**.

## Europäischer Baumwipfelpfadmarktführer

Die 2001 gegründete Erlebnis Akademie (eak) AG konzipiert, errichtet und betreibt an hochfrequentierten Ausflugszielen Naturerlebniseinrichtungen, insbesondere Baumwipfelpfade. Mit elf Standorten in Deutschland, Tschechien, der Slowakei, Österreich, Slowenien und zuletzt Frankreich ist eak der mit Abstand führende Anbieter von Baumwipfelpfaden in Europa. Durch die stetige Neueröffnung von Baumwipfelpfaden konnte das oberpfälzische Unternehmen seit dem Börsengang ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum (CAGR 2015-20) von 16,4% erzielen, und das, obwohl im vergangenen Jahr pandemiebedingt „nur“ 1,8 Mio. Besucher in den eak-Einrichtungen gezählt werden konnten. Neben Neueröffnungen von Baumwipfelpfaden ergeben sich auch aus Erweiterungen bestehender Einrichtungen aus unserer Sicht erhebliche Ertragspotenziale für eak.

### Uneingeschränkter europäischer Marktführer bei Baumwipfelpfaden

Die 2001 gegründete Erlebnis Akademie konzipiert, errichtet und betreibt an hochfrequentierten Ausflugszielen Naturerlebniseinrichtungen, vor allem Baumwipfelpfade, und ist mit einem Besucheraufkommen von 1,8 Mio. Personen (2020) der klar führende Anbieter von Baumwipfelpfaden in Europa. Allein in Deutschland betreibt eak derzeit fünf Baumwipfelpfade in Baden-Württemberg, Bayern, Mecklenburg-Vorpommern und dem Saarland. Im Gegensatz zu den Pfaden der Mitbewerber, die mehrheitlich aus Metallkonstruktionen bestehen, sind die Baumwipfelpfade von eak in Holzbauweise errichtet, sämtliche Baumwipfelpfade von eak enden in einem hölzernen Aussichtsturm.

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

TABELLE 6: BAUMWIPFELPFADE IN DEUTSCHLAND (AKTUELLER STAND)

Bundesland	Name	Aussichtsturm	Holzbauweise	eak
Baden-Württemberg	Baumwipfelpfad Bad Wildbad	✓	✓✓✓	✓
Baden-Württemberg	Baumkronenweg Waldkirch		✓✓✓	
Bayern	Baumwipfelpfad Bayerischer Wald	✓	✓✓✓	✓
Bayern	Baumwipfelpfad Steigerwald	✓	✓✓✓	
Bayern	Waldwipfelweg St. Englmar	✓	✓✓✓	
Bayern	Baumkronenweg Ziegelwies		✓✓✓	
Bayern	Skywalk Allgäu Baumkronenweg & Naturerlebnispark	✓	✓	
Brandenburg	Baumkronenpfad Beelitz-Heilstätten		✓✓	
Hessen	Baumkronenpfad Hoherodskopf		✓✓✓	
Hessen	Baumkronenweg Edersee		✓	
Mecklenburg-Vorpommern	Baumwipfelpfad Rügen	✓	✓✓✓	✓
Mecklenburg-Vorpommern	Baumwipfelpfad Usedom	✓	✓✓✓	✓
Mecklenburg-Vorpommern	Nationales Naturmonument Ivenacker Eichen		✓✓	
Niedersachsen	Baumwipfelpfad Lüneburger Heide		✓	
Niedersachsen	Wipfelpfad Bad Harzburg	✓	✓✓	
Nordrhein-Westfalen	Baumwipfelpfad Panarbora	✓	✓	
Rheinland-Pfalz	Biosphärenhaus Pfälzerwald/Nordvogesen	✓	✓	
Saarland	Baumwipfelpfad Saarschleife	✓	✓✓✓	✓
Thüringen	Baumkronenpfad Hainich	✓	✓	

QUELLE: SPHENE CAPITAL

### Was ist ein Baumwipfelpfad?

Ein Baumwipfelpfad, auch Baumkronenpfad, Waldwipfelweg, englisch Tree-Top-Walk oder Skywalk genannt, 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 Anstiegen von 2% bis 6% sind die von eak (anders als bei einigen Wettbewerbern) angelegten Baumwipfelpfade grundsätzlich barrierefrei und damit ein generationenübergreifendes Erlebnis, das nicht nur für Kinder geeignet ist, sondern auch für Rollstuhlfahrer, Familien mit Kinderwagen und ältere Besucher etwa mit Rollator.

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

Darin unterscheiden sich Baumwipfelpfade von Höhenlehrpfaden oder Hochseilgärten, die der nur mit entsprechenden Sicherungen (in der Regel Klettersteigsets) begangen werden können. Dagegen wird bei Baumwipfelpfaden, wie sie von eak betrieben werden, durch die Kombination von klassischen Lehrpfadenelementen wie Schautafeln oder Tastelementen, die an ausgewählten Lehrstationen aufgestellt werden, und erlebnisorientierten Abschnitten das Ökosystem des Waldes, vor allem im Bereich der Baumkronen vermittelt.

ABBILDUNG 4: BAUMWIPFELPFAD DER ERLEBNIS AKADEMIE: SAARSCHLEIFE (LS) UND USEDOM (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Ergänzung um profitable Zusatzdienstleistungen

Abgesehen von Höhenlehrpfaden oder Hochseilgärten grenzt sich eak mit diesem Konzept auch 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:

- 📍 **Edutainment- bzw. Edukation-Elemente** wie Standard- oder Sonderführungen zu besonderen Themen (z. B. Weihnachtsveranstaltungen, Fledermausführungen,

Grundsätzlich folgt das Geschäftsmodell von eak einem bewahrenden und pädagogischen Ansatz. Den Besuchern werden Informationen zu Natur und Umwelt auf allen Sinnesebenen vermittelt.

Nachtwanderungen oder die Besichtigung nachtaktiver Tiere), die insbesondere Firmen, Schulen und Vereinen angeboten werden.

- ⑤ **Gastronomische Angebote**, die nicht nur den Besuchern der Naturerlebniseinrichtungen offenstehen, sondern auch Radfahrern, Wanderern, Skifahrern und sonstigen Besuchern der jeweiligen Region. Dabei ist das kulinarische Angebot der Restaurants auf die generelle Thematik der Naturerlebniseinrichtungen abgestimmt. Im Angebot stehen vornehmlich regionale und saisonale Gerichte in Bioqualität. Nach Angaben des Unternehmens soll die Wertschöpfungskette auch in Zukunft durch gastronomische Zusatzangebote verlängert werden. In geringem Ausmaß werden auch Einnahmen aus dem Catering für Veranstaltungen, Seminare und sonstige Events generiert.
- ⑤ **Merchandising-Shop**: Wo es möglich ist, werden auf dem Gelände der Baumwipfelpfade auch Merchandising-Shops errichtet. In diesen werden gebrandete und nicht-gebrandete, in jedem Fall jedoch naturorientierte und nachhaltige Produkte mit Erinnerungswert angeboten, insbesondere Souvenirs, regionale Lebensmittel, Bildungsmedien und Lifestyle-Artikel, sofern sie dazu beitragen, die Verbindung mit den Besuchern zu vertiefen.
- ⑤ **Naturorientierte Seminar-, Event- und Teamtrainings** (angeboten und durchgeführt durch die Tochterfirma DoNature gGmbH). Das Programm der Gesellschaft erstreckt sich von kurzen Events über umfangreichere und komplexere Teamtrainings bis hin zu mehrtägigen Seminaren. Kunden können entweder einzelne Bausteine oder eine komplette 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.
- ⑤ **Kulturelle Angebote** wie Konzerte.

#### Elf Standorte verteilt über Europa

Dieses Konzept wurde bislang an elf Standorten innerhalb Europas umgesetzt. Fünf Baumwipfelpfade betreibt eak aktuell in Deutschland:

- ⑤ 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. Die Capex inklusive der zwischenzeitlichen Erweiterungen beliefen sich auf EUR 3,5 Mio.
- ⑤ **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.
- ⑤ 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

Durch die Einbettung in die Landschaft sind – mit Ausnahmen von Gmunden – alle Baumwipfelpfade von eak ganzjährig geöffnet – auch bei Regen und leichtem Schneefall. Nur bei Gewittern, Hagel oder schwerem Schneefall werden die Pfade geschlossen. An bestimmten Tagen können die Besucher einen Baumwipfelpfad auch nachts begehen.

hohen Aussichtsturm können sich die Besucher durch die Benutzung einer 55 Meter langen spiralförmigen Tunnelrutsche „verkürzen“. Die Capex beliefen sich auf EUR 4,7 Mio.

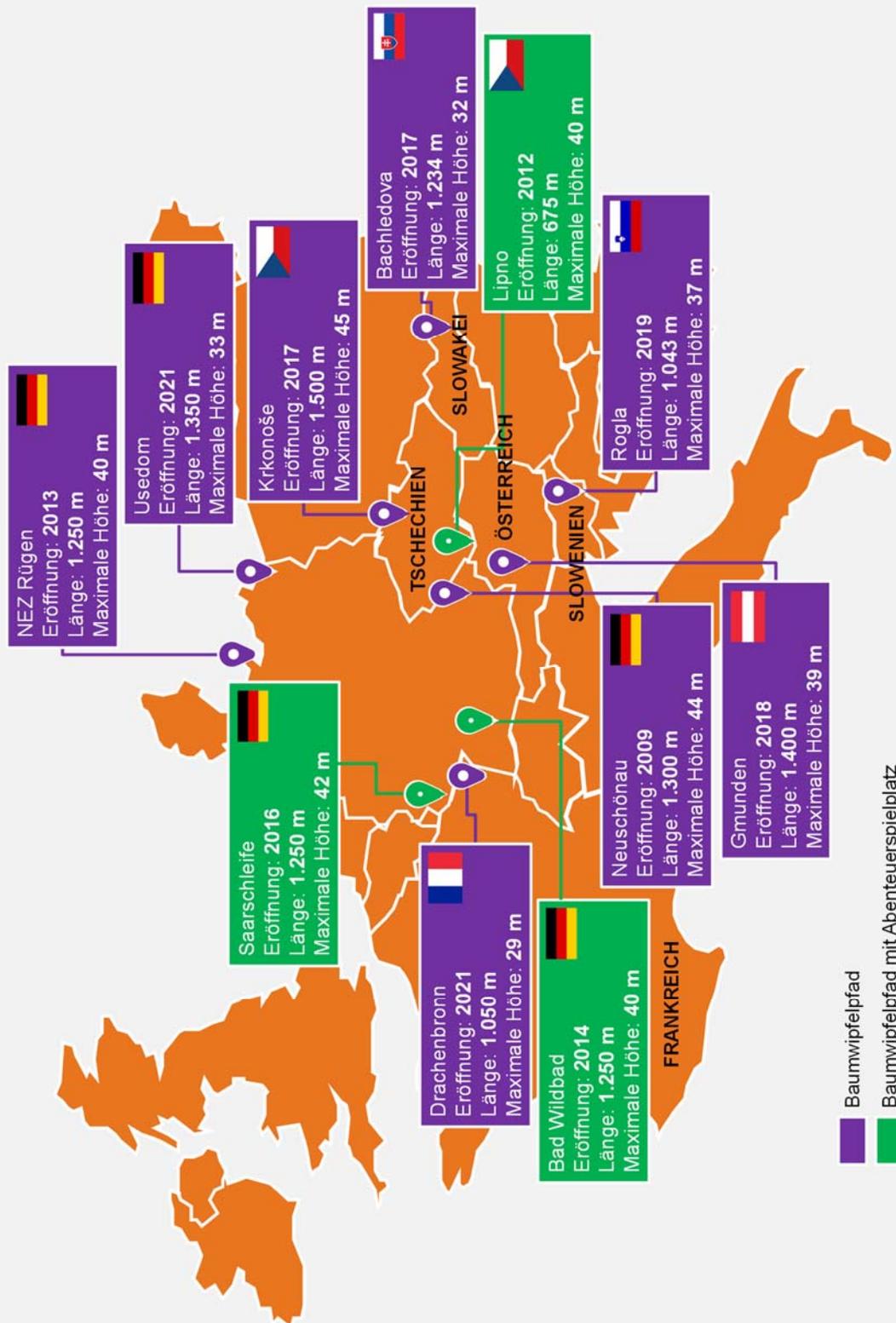
- ☉ Am 23. Juli 2016 wurde der Baumwipfelpfad an der **Saarschleife** eröffnet. Der Baumwipfelpfad hat eine Länge von 1.250 Metern und eine maximale Höhe von 23 Metern, die Turmhöhe beträgt 42 Meter. Die Investitionen beliefen sich auf EUR 4,7 Mio.
- ☉ Am 1. Juni 2021 wurde der fünfte deutsche Baumwipfelpfad in **Ustedom** eröffnet. Die Länge des Baumwipfelpfades beläuft sich auf 1.350 Meter, die maximale Höhe des Turmes beträgt 33 Meter. Die gesamten Investitionen für die Errichtung des Baumwipfelpfades beliefen sich auf ca. EUR 8,8 Mio. mit einer Förderkulisse von EUR 1,8 Mio.

Sechs Naturerlebniseinrichtungen befinden sich im europäischen Ausland:

- ☉ Der am 2. Juli 2017 eröffnete Baumwipfelpfad im Riesengebirge (tschechisch **Krkonoše**) ist mit einer Länge von 1.500 Metern 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.).
- ☉ 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 75m<sup>2</sup> 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. Die Capex beliefen sich auf EUR 4,7 Mio.
- ☉ 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 mit 675 Meter kürzeste der von eak erbauten Holzstege bis auf eine Höhe von 24 Metern, ehe er in einem 40 Meter hohen Aussichtsturm mit Rutsche mündet. An diesem Baumwipfelpfad hält eak nur eine Beteiligung von 20,0%. Die Capex beliefen sich auf CZK 66 Mio. (ca. EUR 2,5 Mio.).
- ☉ Auf dem Grünberg in **Gmunden** im oberösterreichischen Salzkammergut wurde Ende Juli 2018 ein Baumwipfelpfad mit Aussichtsturm errichtet. Der Pfad hat eine Länge von 1.400 Metern, der Turm eine Höhe von 39 Metern und bietet eine freie Sicht auf den Traunsee. Die Capex beliefen sich auf EUR 5,5 Mio.
- ☉ Der Baumwipfelpfad **Pohorje**, nahe dem slowenischen Skiort Maribor, wurde im September 2019 eröffnet. Der Pfad hat eine Länge von 1.043 Metern, an dessen Ende sich ein 37 Meter hoher Turm mit neuneckigem Grundriss anschließt. Die Investitionen für diesen Baumwipfelpfad beliefen sich auf EUR 4,3 Mio.
- ☉ Eröffnet im Mai 2021 ist **Drachenbronn im Elsass** der jüngste Baumwipfelpfad der eak. Der Pfad hat eine Länge von 1.050 Metern. Der Turm erreicht eine maximale Höhe von 29 Metern. Die Investitionen für diesen Baumwipfelpfad beliefen sich Angabe gemäß auf EUR 6,0 Mio. Hierin enthalten sind Kosten für den Kauf des Grundstücks, auf dem der Baumwipfelpfad errichtet wurde.

Von Anfang an war das Geschäftsmodell nicht auf Deutschland beschränkt. Bereits 2012 wurde in Lipno der erste Baumwipfelpfad Tschechiens eröffnet. Inzwischen ist Erlebnis Akademie auch in Österreich, Slowenien, der Slowakei und Frankreich mit Baumwipfelpfaden präsent – in der Regel als einziger Anbieter im jeweiligen Land.

ABBILDUNG 5: BESTEHENDE STANDORTE DER ERLEBNIS AKADEMIE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Erweiterung der Baumwipfelpfade durch Rutschen und Abenteuerspielplätze

Strategie des Unternehmens ist es, die Attraktivität der bestehenden Baumwipfelpfade durch Erweiterungen zu steigern, da dadurch nach den bisherigen Erfahrungen die Besucherzahlen hoch gehalten bzw. erhöht werden können. Umgesetzt wurde diese Strategie in einem ersten Schritt durch kostenpflichtige Röhrenrutschbahnen von bis zu 80 Metern Länge, die den Besuchern als Abstiegsalternative vom Turm angeboten werden. Rutschbahnen sollen jedoch nach Unternehmensaussage die einzigen Ausnahmen bleiben, die nicht das Naturerlebnis in den Vordergrund des Baumwipfelpfades stellen. Bis auf die Baumwipfelpfade in Neuschönau, der Saarschleife und Usedom wurde der Einbau von Tunnelrutschen bereits an allen Standorten umgesetzt.

In einem zweiten Schritt wurden Erweiterungseinrichtungen an drei Standorten in Form von großen, kostenpflichtigen Waldspielplätzen, von eak Abenteuerwälder genannt, umgesetzt. Diese Waldspielplätze in unmittelbarer Nähe zu den Baumwipfelpfaden sind in den Wald eingebettet und beherbergen naturnahe Spiel- und Lernstationen wie zum Beispiel Seilbahnen, Lufttrampoline oder sonstige Klettergeräte.

Derzeit sind drei kostenpflichtige Abenteuerspielplätze in Betrieb:

- ⑤ Am Baumwipfelpfad im **Schwarzwald**, eröffnet 2019,
- ⑤ am Baumwipfelpfad an der **Saarschleife**, eröffnet 2020,
- ⑤ am nicht vollkonsolidierten Baumwipfelpfad **Lipno**, eröffnet 2017.

ABBILDUNG 6: ABENTEUERSPIELPLÄTZE DER ERLEBNIS AKADEMIE: SCHWARZWALD (LS) UND LIPNO (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Eden Project als Vorbild

Langfristiges Ziel des Unternehmens ist es, Naturerlebnisparks zu betreiben, die von Besuchern nicht nur als Tagesausflugsziel wahrgenommen werden, sondern als

Mehrtagesdestinationen. Unverändert ist das 2001 eröffnete Eden Project im südenglischen Cornwall das Vorbild des eak-Vorstands, mit durchschnittlich mehr als 1 Mio. Besuchern pro Jahr eine der Top-10-Tourismusattraktionen in Großbritannien.

ABBILDUNG 7: EDEN PROJECT



QUELLE: SPHENE CAPITAL

#### Aktuelle Pipeline von Neubauten

Im laufenden Jahr 2021e wird nach Angabe voraussichtlich mit der Errichtung von drei weiteren Baumwipfelpfaden begonnen werden:

- ⑤ Mit dem Bau des ersten außereuropäischen Standortes in **Laurentides**, einer auch für Wintersportler attraktiven Freizeitregion nahe Montreal im kanadischen Bundesstaat Québec, wurde bereits im April 2021 begonnen. Die Eröffnung ist im kommenden Frühjahr vorgesehen.
- ⑤ Ein weiterer deutscher Baumwipfelpfad soll in **Bad Doberan** an der deutschen Ostseeküste errichtet werden.
- ⑤ Ein erster Baumwipfelpfad in Großbritannien soll im irischen **Avondale Forst** umgesetzt werden.

Da ein Baubeginn bei beiden zuletzt genannten Projekten noch nicht feststeht, ist mit einer Eröffnung nach unserer Schätzung frühestens im Jahr 2022e zu rechnen.

Zusätzliche Erweiterungen an bestehenden Baumwipfelpfadstandorten in Form von Abenteuerwäldern sind für dieses Jahr am slowakischen Standort Bachledka geplant, wo die Bauarbeiten bereits begonnen haben. In den kommenden Jahren sind Abenteuerspielplätze in Drachenbronn (Elsass), in Laurentides (Kanada), im Avondale Forest (Irland) und voraussichtlich in Krkonose (Tschechien) vorgesehen.

TABELLE 7: PROJEKTPipeline (AKTUELLER STAND)

Region	Standort	Betriebsmodell	Projekt	Baubeginn (erw.)	Fertigstellung (erw.)
<b>Deutschland</b>	Bad Doberan	Eigenbetrieb	Baumwipfelpfad	2021e	2023e
<b>Europäisches Ausland</b>	Bachledka (SLK)	Joint Venture	Abenteuerwald	in Bau	2021e
	Avondale Forest (IRE)	Joint Venture	Baumwipfelpfad	2021e	2022e
	Villafraanca de Cordoba (ESP)	Eigenbetrieb	Baumwipfelpfad	2022e	2023e
	Czarna Gora (POL)	Joint Venture	Baumwipfelpfad	2022e	2023e
	Riga (LTV)	Pacht	Baumwipfelpfad	2022e	2023e
	Drachenbronn/Elsass (FRA)	Eigenbetrieb	Abenteuerwald	2022e	2022/23e
	Avondale Forest (IRE)	Eigenbetrieb	Abenteuerwald	2022/23e	2022/23e
	Krkonoše (CZE)	Joint Venture	Abenteuerwald	2022/23e	2022/23e
	Bratislava (SVK)	Joint Venture	Baumwipfelpfad	>2022e	>2022e
	Ukraine	Joint Venture	Baumwipfelpfad	>2022e	>2022e
	Norditalien	Eigenbetrieb	Baumwipfelpfad	>2022e	>2022e
	Belgien	Joint Venture	Baumwipfelpfad	>2022e	>2022e
	Frankreich	Eigenbetrieb	Baumwipfelpfad	>2022e	>2022e
	Kroatien	Eigenbetrieb	Baumwipfelpfad	>2022e	>2022e
	Nordirland	Joint Venture	Baumwipfelpfad	>2022e	>2022e
<b>Ex-Europa</b>	Laurentides/Québec (CDN)	Eigenbetrieb	Baumwipfelpfad	in Bau	2022e
	Laurentides/Québec (CDN)	Eigenbetrieb	Abenteuerwald	2022/23e	2023e
	Korea	Eigenbetrieb	Baumwipfelpfad	>2022e	>2022e

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN

# Unternehmensgeschichte, Management und Unternehmensstrategie

Nach der Gründung im Jahr 2001 erfolgte 2015 der Börsengang im Freiverkehr (m:access) der Münchener Wertpapierbörse. Die Strategie, die mit dem IPO verbundene Kapitalerhöhung zu einer Rekapitalisierung des Unternehmens und zur Errichtung zusätzlicher Standorte in einem endlichen Markt zu nutzen, wurde aus unserer Sicht vollumfänglich und mit Erfolg umgesetzt. Wir gehen davon aus, dass eak die erreichte Marktstellung als führendes Naturerlebnisunternehmen in Europa und Übersee weiter ausbauen wird.

TABELLE 8: ECKPUNKTE DER UNTERNEHMENSGESCHICHTE

2001	Gründung in Bad Kötzing unter dem Namen „Die Erlebnis-Akademie AG“
2001	Eröffnung des Hochseil- und Kletterparks in Lam, zu diesem Zeitpunkt der größte Hochseil- und Kletterpark in Europa
2009	Eröffnung des Baumwipfelpfades Neuschönau im Naturpark Bayerischer Wald
2012	Eröffnung des Baumwipfelpfades Lipno in der Tschechischen Republik, erster Baumwipfelpfad im Ausland
2013	Eröffnung des Naturerbe Zentrum Rügen
2014	Eröffnung des Baumwipfelpfades Bad Wildbad
2015	Beschluss zur Einstellung des Geschäftsbetriebs von Bewegungsparcours, Hochseil- und Kletterparks
2015	IPO im Freiverkehr m:access der Münchener Wertpapierbörse und Erhöhung des Grundkapitals auf EUR 1,568 Mio.
2017	Eröffnung des Baumwipfelpfades Krkonoše in der Tschechischen Republik
2017	Eröffnung des Baumwipfelpfades Bachledova in der Slowakei
2017	Erhöhung des Grundkapitals auf EUR 1,725 Mio.
2018	Eröffnung des Baumwipfelpfades in Gmunden im österreichischen Salzkammergut
2018	Erhöhung des Grundkapitals auf EUR 1,781 Mio.
2019	Eröffnung des Baumwipfelpfades Rogla in Slowenien
2019	Erhöhung des Grundkapitals auf EUR 2,021 Mio.
2021	Eröffnung des Baumwipfelpfades Drachenbronn im Elsass
2021	Eröffnung des Baumwipfelpfades Usedom
2021	Erhöhung des Grundkapitals auf EUR 2,425 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Überblick über die Unternehmensgeschichte

Gegründet wurde Erlebnis Akademie AG im Jahr 2001 als sogenannte „Kleine Aktiengesellschaft“ (Kapitalgesellschaft mit einer kleinen Zahl von Aktionären) von Prof. Dr. Erich Wühr, dem aktuellen Aufsichtsratsvorsitzenden, Christoph Blaß, dem derzeitigen Finanzvorstand, und Christian Kappenberger, der 2014 aus dem Unternehmen ausschied. Sitz der Gesellschaft ist Bad Kötzing in der Oberpfalz.

Das erste Projekt war die Errichtung des Hochseilparks Lam in der Oberpfalz – dem zu dieser Zeit größten Hochseilpark in Europa. Bis 2010 wurden fünf weitere Naturhochseilparks in Deutschland und der Tschechischen Republik eröffnet. Schon vor dem Börsengang wurde das Geschäftsmodell der Hochseilparks zu Gunsten von Baumwipfelpfaden beendet. Darüber hinaus wurden Teamtrainings, Events und naturnahe Erlebnisangebote etwa für Firmen, Vereine und Schulklassen entwickelt und vermarktet.

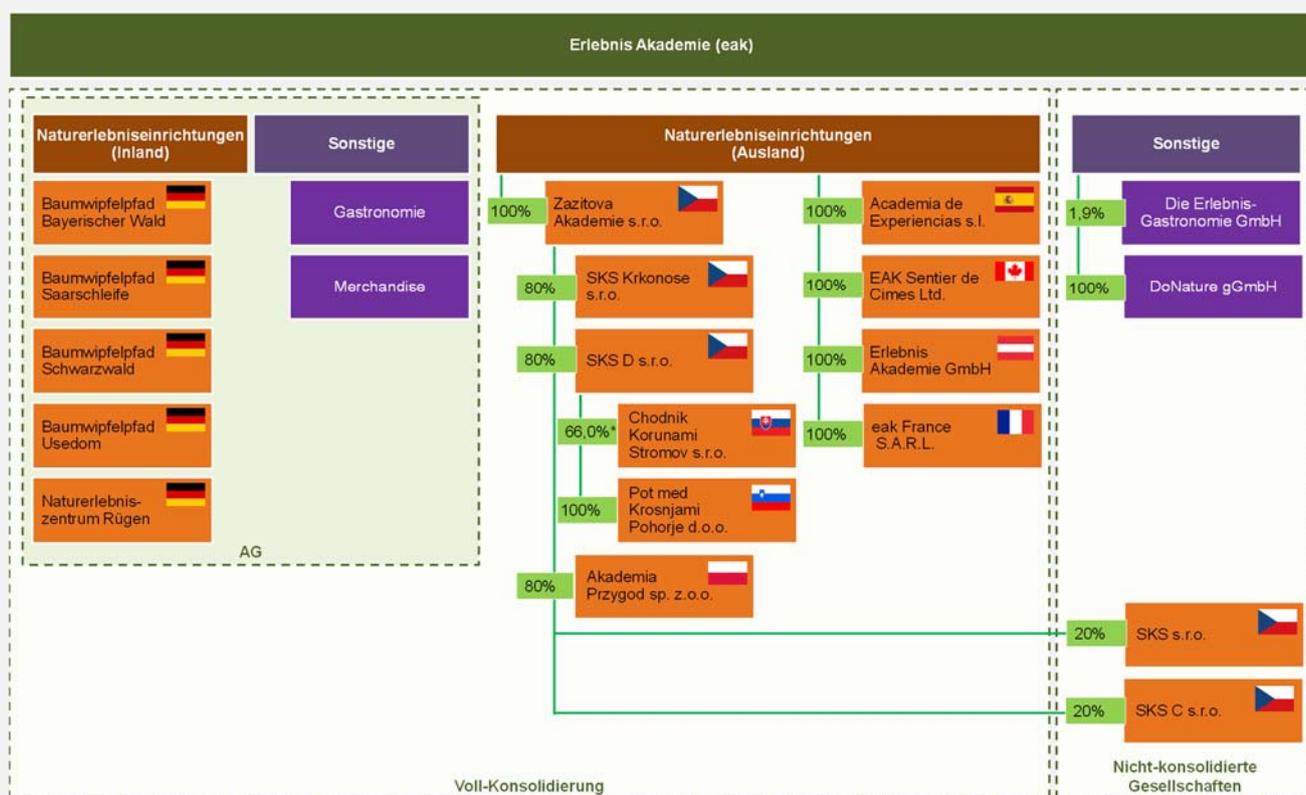
Zur Finanzierung der weiteren Unternehmensexpansion erfolgte im Dezember 2015 der Börsengang am m:access der Bayerischen Wertpapierbörse. Mit den aus dem Börsengang eingeworbenen Mitteln und den zwischenzeitlich durchgeführten Kapitalerhöhungen sowie dem damit ermöglichten Fremdkapital-Leverage wurde die Inbetriebnahme von derzeit sechs weiteren Baumwipfelpfaden und mehreren Abenteuerspielplätzen finanziert.

**Organigramm von Erlebnis Akademie**

In der Erlebnis Akademie AG werden die in Deutschland ansässigen Baumwipfelpfade vollkonsolidiert. Die ausländischen Baumwipfelpfade wurden in jeweilige Objektgesellschaften eingegliedert, wodurch eine aus unserer Sicht sinnvolle Risikobegrenzung ermöglicht wurde.

Neben den direkt gehaltenen Beteiligungen gibt es drei weitere, unmittelbare Beteiligungen, die entweder nur mit einem Minderheitsanteil der Erlebnis Akademie zuzuordnen sind oder für den Geschäftserfolg der Erlebnis Akademie unerheblich sind.

ABBILDUNG 8: ORGANISATIONSSTRUKTUR DER ERLEBNIS AKADEMIE AG



\* 2021 ist eine Verringerung auf 49% geplant

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Vorstand mit langjähriger Branchenerfahrung**

Die Firmengründer gelten als Pioniere im Betrieb von Naturerlebniseinrichtungen, was sich in einem hohen Qualitätsanspruch – auch in Details – und einem konsequenten,

ökologisch-didaktischem Ansatz widerspiegelt. Darüber hinaus stufen wir das Management als kapitalmarktaffin ein, was sich zum Beispiel durch die Bereitschaft belegen lässt, abweichend von den Regularien des m:access Finanzberichte auch für das erste und dritte Quartal zu veröffentlichen. Auch die regelmäßige Teilnahme an Kapitalmarktkonferenzen und eine intensive Kommunikation mit (nicht nur institutionellen) Investoren sind hierbei zu nennen.

Der Vorstand der Erlebnis Akademie AG setzt sich aus zwei Personen zusammen:

- ⑤ Vorstandssprecher des Unternehmens ist **Bernd Bayerköhler**, Diplom Betriebswirt (FH), und seit 2002 für die Bereiche Marketing, Vertrieb, Organisation und Projektmanagement zuständig; gemeinsam mit Christoph Blaß ist Bernd Bayerköhler zudem für die Unternehmensstrategie und die Projektakquisition bzw. -umsetzung verantwortlich.
- ⑤ **Christoph Blaß**, Diplom Kaufmann, ist einer der Mitgründer des Unternehmens. Bis zum Jahr 2010 war Christoph Blaß Aufsichtsratsvorsitzender. Seit 2011 ist er als Finanzvorstand für die Bereiche Investitionsrechnung, Finanzierung, Warenwirtschaft, Finanzbuchhaltung und Betriebsstatistik verantwortlich.

## Aktionärsstruktur

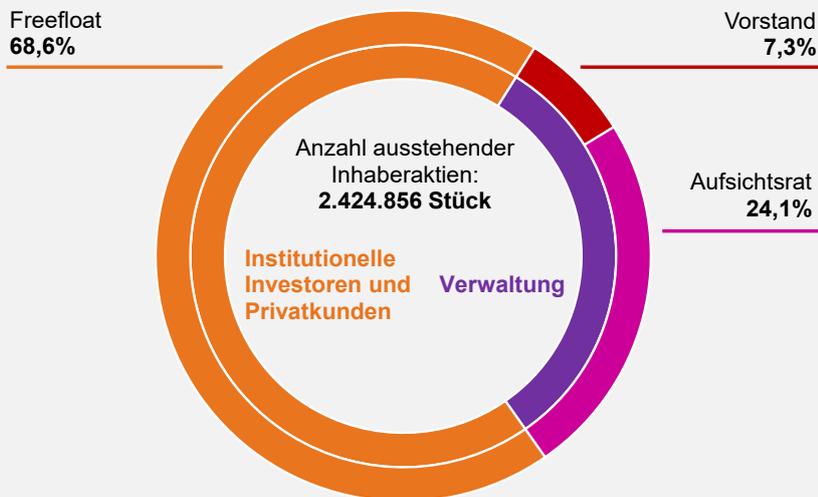
Seit der letzten Kapitalerhöhung Anfang 2021 beträgt das Grundkapital der Gesellschaft EUR 2,425 Mio. Es setzt sich aus 2.424.856 Stück auf den Inhaber lautenden Stammaktien zusammen. Vorstand und Aufsichtsrat halten zusammen rund 33,8% der Anteile, wodurch nach unserer Einschätzung eak als inhabergeführtes Unternehmen eingestuft werden kann.

### 2,425 Mio. Stück ausstehende Aktien

Seit der jüngsten Kapitalerhöhung Anfang 2021, als das Grundkapital um 404.142 Aktien zu einem Bezugskurs von EUR 13,00 je Aktie erhöht wurde, setzt sich das Grundkapital der Gesellschaft aus 2,425 Mio. Aktien zusammen. Dabei handelt es sich um nennwertlose Aktien. Bei einem Aktienkurs von EUR 17,10 (per 14.06.2021) beläuft sich die Marktkapitalisierung auf EUR 41,5 Mio.

Nach Unternehmensangaben werden 24,1% der Aktien vom Aufsichtsrat und 7,3% von den beiden Vorständen gehalten. Institutionelle Investoren, Vermögensverwalter und insbesondere Privatanleger halten damit 68,6 der Aktien. Die Marktkapitalisierung des Streubesitzes liegt aktuell dementsprechend bei EUR 28,5 Mio.

ABBILDUNG 9: AKTIONÄRSSTRUKTUR (STAND JUNI 2021)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

# Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir haben die folgenden unternehmensbezogenen **Stärken** der Erlebnis Akademie identifiziert:

Stärken

- ⑤ **Klarer Innovationsführer**, belegt durch überdurchschnittliche Besucherzahlen: eak ist aus unserer Sicht klarer Innovationsführer am Markt für Naturerlebniseinrichtungen. Die bislang von eak entwickelten Attraktionen, angefangen vom „Baum-Ei“ bis zur „Erdhöhle“, stellen aus unserer Sicht stets eine sinnvolle Erweiterung des Geschäftsmodells dar. Deutlich höhere Besucherzahlen als vergleichbare Baumwipfelpfade anderer Anbieter belegen, dass diese „Premium-Strategie“ auch unter ökonomischen Aspekten Wettbewerbsvorteile sichert.
- ⑤ **Breite Zielkundenstruktur ohne Abhängigkeiten bei hoher Kundentreue**: Grundsätzlich spricht eak die breiteste mögliche Zielgruppe an – nämlich alle Menschen – mit einem weiten Spektrum von Unterzielgruppen, zumal durch die prinzipielle Barrierefreiheit der Baumwipfelpfade auch ältere Menschen, Familien mit Kleinkindern und Kinderwagen und Personen mit Handicap adressiert werden. Abhängigkeiten von einzelnen Kundengruppen können dementsprechend nicht festgestellt werden. Überdies konnte nach Angabe durch Umfragen gezeigt werden, dass die Kundenbeziehungen tendenziell langfristig angelegt sind. Mit hohen Wiederkehrquoten unterscheidet sich eak von vielen reinen Fun-Parks, die überwiegend von Familien mit Kindern und in der Regel nur jeweils einmal besucht werden.
- ⑤ **Langjähriges Know-how**: Management und Aufsichtsrat von eak zählen in der Branche zu den Pionieren im Bau und Betrieb von Naturerlebniseinrichtungen. Dieses Know-how kann das Unternehmen insbesondere bei der Auswahl neuer Standorte und der Konzeption der Baumwipfelpfade, von denen jeder ein Unikat ist, nutzen.
- ⑤ **Effiziente Standortanalyse**: Eine weitere Stärke des Unternehmens sehen wir in dem detaillierten Analyse-Werkzeug zur Standortanalyse, womit eak unseres Erachtens ein klares Alleinstellungsmerkmal aufweist. Darin fließen nicht nur die jahrelange Erfahrung der Firmengründer und des Vorstands ein, sondern auch statistisch validierbare Merkmale, die die Besucherfrequenz und damit die Attraktivität eines Standorts beeinflussen und vom Management in den vergangenen Jahren gesammelt und ausgewertet wurden. Bislang weist nur ein einziges Projekt, der Baumwipfelpfad Gmunden, eine unter den Erwartungen liegende Ertragsentwicklung auf.
- ⑤ **Gute Planbarkeit der Ertragslage**: Risiken hinsichtlich der Erreichung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen ergeben sich aus unserer Sicht vor allem aus exogenen Faktoren wie etwa zuletzt behördlich verfügte Schließungen im Zuge einer Pandemie, nicht jedoch aus der Struktur des Unternehmens.
- ⑤ **Solide Bilanzstruktur**: Mit einer Eigenkapitalquote von 38,4%, einer Nettoverschuldung von EUR 18,9 Mio. und einer EBIT-Interest Coverage Ratio von 2,6x (per Jahresende 2020) zeigt eak nach wie vor eine bilanzielle Stärke.
- ⑤ **Steigende Profitabilität**: Wir gehen davon aus, dass eak nach der Rücknahme der behördlich verfügte Schließungen und dem Hochfahren der beiden neuen

Baumwipfelpfade in Drachenbronn/Elsass und auf Usedom seine Ertragslage in diesem und dem kommenden Jahr signifikant ausbauen wird. Hierzu trägt auch bei, dass Naturerlebniseinrichtungen bereits im Jahr der Betriebsaufnahme nicht nur kostendeckend sind, sondern auch vergleichbare Profitabilitätskennzahlen aufweisen wie etablierte Einrichtungen.

- ⑤ **Rein organisches Wachstum:** Die bislang erreichte Marktstellung wurde ausschließlich durch organisches Wachstum erreicht. Risiken aus externem Wachstum bestehen daher bislang nicht.
- ⑤ **Ertragspotenziale aus der Lizenzierung:** Eine für eak attraktive, weil liquiditätsschonende Alternative zur eigenen Errichtung von Baumwipfelpfaden ist die Lizenzierung und der Betrieb von Baumwipfelpfaden Dritter. Ein erstes Projekt könnte nach Angabe des Unternehmens zeitnah im lettischen Riga umgesetzt werden.
- ⑤ **Stabile, performanceorientierte Aktionärsstruktur:** Aus unserer Sicht weist eak eine insgesamt stabile und dezidiert performanceorientierte Eigentümerstruktur auf. Hierin unterscheidet sich eak insbesondere von öffentlich-rechtlichen Wettbewerbern, die der Ertragserzielung nur eine Nebenrolle zukommen lassen.
- ⑤ **Potenzielle Übernahmespekulationen:** Als gering verschuldetes Small Cap-Unternehmen in marktführender Stellung mit großer Wachstumsphantasie erscheint das Unternehmen als ein grundsätzliches Übernahmeziel für die global tätigen Tourismusunternehmen, etwa um die eak-Standorte zu übernehmen.
- ⑤ **Hervorragender Track Record in der Erreichung der Guidance:** In den letzten Jahren konnten die ausgegebenen, obwohl durchaus ambitionierten, Finanzziele des Vorstands überwiegend erreicht, meist sogar übererfüllt werden. Vor dem Hintergrund einer offensichtlich gut einzuschätzenden Marktentwicklung sind daher unsere kurz- und mittelfristigen Finanzprognosen mit vergleichsweise großer Sicherheit verbunden.

Wir haben die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** der Erlebnis Akademie identifiziert:

Schwächen

- ⑤ **Dienstleistungen in wettbewerbsintensiven Branchen:** Nach unserer Einschätzung sind die von der Erlebnis Akademie erstellten Baumwipfelpfade von weit überdurchschnittlicher Qualität, weisen per se aber kaum Alleinstellungsmerkmale auf. Grundsätzlich ist die Konstruktion der Baumwipfelpfade nicht patentierbar und kann (und wird) von Wettbewerbern problemlos kopiert werden.
- ⑤ **Kursverluste nach Kapitalerhöhungen:** Das Geschäftsmodell der eak ist kapitalintensiv. Kapitalerhöhungen, die seit dem Börsengang in beinahe jährlichem Rhythmus durchgeführt wurden, hatten nicht selten zweistellige Kursverluste zur Folge.
- ⑤ **Hohe Volatilität der Aktie:** Nach Angaben von Bloomberg ist die eak-Aktie mit einem 250-Tage-Beta von 1,34 als hoch volatiles Wertpapier einzustufen.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Erlebnis Akademie tätig ist:

Chancen

- ⑤ **Makro-Trends entwickeln die Tourismusbranche schneller als je zuvor:** Die Tourismusindustrie ist weit davon entfernt, eine reife Branche zu werden. Nicht erst

die COVID-19-Pandemie hat gezeigt, dass „Urlaub in Deutschland“ auch von jüngeren Menschen zunehmend als Alternative zu Fernreisen wahrgenommen wird. Marktforschungsinstituten sind sich darin einig, dass mindestens in diesem Jahr inländische Tourismus-Destinationen von einem Abflauen der Pandemie überdurchschnittlich profitieren werden.

- ⑤ **Hohe Marktfragmentierung und Wettbewerbsintensität in der Tourismusindustrie:** Die Tourismusbranche wird von kleinen und mittelständischen Unternehmen geprägt (SMEs). Überdies ist sie stark fragmentiert. Eine starke Position trotz der hohen Wettbewerbsintensität haben vor allem Unternehmen, denen es gelingt, ihren Gästen intensive Erlebnisse und nachhaltige Eindrücke zu vermitteln. Vom Unternehmen durchgeführten Umfragen zufolge gelingt eak genau dies.
- ⑤ **Geringe konjunkturelle Abhängigkeiten:** Die Attraktivität touristischer Einrichtungen und Freizeiteinrichtungen ist eng mit der jeweiligen regionalen und örtlichen Infrastruktur und einer guten Zusammenarbeit der verschiedenen Dienstleister verbunden. Dazu zählen neben Gaststätten und Hotels auch Verkehrsanbieter und -verbindungen sowie eine hohe regionale Nachfrage. Daneben sind der Trend der Deutschen zum Urlaub im eigenen Land und der Trend zu alternativen und nachhaltigen Tourismusangeboten ungebrochen.
- ⑤ **Profiteur der zunehmenden Anzahl von Kurzurlaube:** Während die Übernachtungszahlen in Deutschland stetig steigen, nimmt die durchschnittliche Aufenthaltsdauer der Gäste ab. Von der daraus abzuleitenden wachsenden Beliebtheit von Kurzurlaube können nach unserer Einschätzung insbesondere die inländischen Natur- und Freizeiteinrichtungen profitieren.
- ⑤ **Profiteur des demographischen Wandels in den europäischen Industriestaaten:** Im Zuge des demographischen Wandels wird das touristische Marktsegment der älteren Menschen weiter wachsen, darüber hinaus bleiben ältere Menschen immer länger aktiv. Chancen für die Tourismusindustrie ergeben sich auch durch zielgruppenbezogene Themenangebote wie Wellness- und Gesundheit sowie barrierefreie Freizeit- und Reiseangebote für Menschen mit Handicap.
- ⑤ **Geringe Preissensitivität:** Vor dem Hintergrund eines überdurchschnittlichen Einkommens und des hohen Stellenwerts der Freizeitaktivitäten sind die Kunden der eak nach unserer Einschätzung wenig preissensitiv. Auch dass sich die Kunden von eak größtenteils im „Urlaubs-Modus“ befinden, trägt aus unserer Sicht zu einer geringeren Preissensitivität bei. Allerdings steht das Unternehmen in einem starken Wettbewerb mit anderen Freizeiteinrichtungen.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Erlebnis Akademie tätig ist:

Risiken

- ⑤ **Kannibalisierung durch öffentlich-rechtliche Wettbewerber:** Nicht nur privatrechtliche, sondern auch öffentlich-rechtliche Unternehmen und Non-Profit-Organisationen betreiben Naturerlebniszentren. Diese wurden überdies von den Behörden in Bezug auf die Wiedereröffnung nach der COVID-19-Pandemie gegenüber der Erlebnis Akademie bevorzugt.
- ⑤ **Starke Standortabhängigkeit.** Grundsätzlich birgt jede Neueröffnung nicht nur das Risiko von liquiditätsbelastenden Verzögerungen, sondern auch eines

vollständigen Scheiterns. Dies hat auf der einen Seite Markteintrittsbarrieren zur Folge, vergrößert auf der anderen Seite aber auch das operative Risiko, da Fehl-investitionen erhebliche negative Auswirkungen auf die Ertragslage und die Bilanzstruktur der Gesellschaft haben können.

- Ⓢ **Starke Saisonalitätseffekte:** Die europäische Tourismusindustrie ist durch eine hohe Saisonalität bzw. mit dem Erreichen eines Peak in den Sommermonaten Juli/August und eines Low in den Monaten Dezember/Januar gekennzeichnet. Analog führen auch Naturerlebniseinrichtungen ein stark saisonal geprägtes Geschäft. Bei Neueröffnungen können Verschiebungen damit erhebliche Auswirkungen auf die Profitabilität eines Standorts im ersten Jahr haben, zudem lassen sich wetterbedingte Einbußen in den Sommermonaten kaum in den übrigen Monaten kompensieren. Allerdings hat eak in den letzten Jahren wiederholt Projekte in Ski-regionen realisiert, so dass die Saisonalitätseffekte zumindest gemildert wurden.
- Ⓢ **Skalierbarkeit des Geschäftsmodells:** Durch die hohe Kapitalbindung und die langen Vorlaufzeiten für den Bau und die Inbetriebnahme eines Naturerlebnis-zentrums ist das Geschäftsmodell von eak zwar grundsätzlich skalierbar, jedoch investitionsintensiv, was nach unserer Einschätzung die Wachstumschancen limitiert.

## Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Erlebnis Akademie generiert zum überwiegenden Teil Umsätze durch Eintrittsgelder und zum geringeren Teil aus Merchandising, Gastronomie und Führungen. Mittelfristig sollen auch Erlöse aus Komplementoren-Marketing für Dritte hinzukommen. Die Kostenseite wird (wie im Dienstleistungssektor üblich) von Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie Abschreibungen dominiert. Damit sind die Aufwendungen zum größten Teil fix. Mit der dauerhaften Wiedereröffnung der Baumwipfelpfade und Abenteuerspielplätze sollte das Unternehmen daher in diesem und dem kommenden Jahr seine Erträge deutlich skalieren können. Nach unseren Schätzungen wird Erlebnis Akademie in diesem Jahr Umsätze in Höhe von EUR 16,5 Mio. (+10,5% YoY) erwirtschaften. Für das Ergebnis vor Steuern rechnen wir mit einem signifikanten Anstieg auf knapp EUR 2,3 Mio., nachdem 2020 pandemiebedingt nur ein EBT von EUR 1,2 Mio. erzielt worden war. Bis 2023e rechnen wir in dem von uns unterstellten Base-Case-Szenario mit einem weiteren Anstieg der Umsätze auf EUR 20,7 Mio. und einem Vorsteuerergebnis von knapp EUR 6,0 Mio.

### Bislang keine Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2021e

Typischerweise wird von eak zusammen mit dem Geschäftsbericht auch eine erste Umsatz- und Ergebnis-Guidance für das laufende Geschäftsjahr veröffentlicht. Aufgrund der aktuellen Unsicherheit, inwieweit die eak-Standorte wie vom Vorstand erwartet, tatsächlich dauerhaft geöffnet bleiben dürfen, und wie viele Besucher aufgrund behördlicher Sonder-Regelungen möglich sein werden, hat der Vorstand in diesem Jahr auf eine Guidance verzichtet.

TABELLE 9: COVID-19-SCHLISSUNGEN DER STANDORTE IM VERGLEICH

Baumwipfelpfad	1. Schließung	1. Öffnung	2. Schließung	Betriebstage 2020	Schließtage 2020	Öffnung 2021	Schließtage 2021
Neuschönau	17.03.2020	16.05.2020	02.11.2020	246	120	23.05.2021	142
Rügen	17.03.2020	19.05.2020	06.11.2020	247	119	29.05.2021	148
Bad Wildbad	18.03.2020	18.05.2020	02.11.2020	245	121	07.06.2021	157
Saarschleife	18.03.2020	08.05.2020	02.11.2020	255	111	24.05.2021	143
Krkonoše	15.03.2020	01.05.2020	22.10.2020	248	118	16.04.2021	105
Bachledka	13.03.2020	07.05.2020	24.10.2020	242	124	24.04.2021	113
Gmunden	n/a *	30.05.2020	03.11.2020	157	209	20.05.2021	139
Rogla	09.03.2020	15.05.2020	26.10.2020	232	134	05.02.2021	35
Drachenbronn	-	-	-	-	-	22.05.2021	141
Usedom	-	-	-	-	-	01.06.2021	151
<b>Summe</b>				<b>1.872</b>	<b>1.056</b>		<b>1.274</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

\* Zum Zeitpunkt der 1. Schließung war der BWP Gmunden noch nicht geöffnet

### Vergleich der Schließtage 2020 vs. 2021

Für die Erstellung einer Finanzprognose ist es aus unserer Sicht unerlässlich, die Anzahl der Schließtage der Jahre 2020 und 2021 zu vergleichen. Nach unseren Berechnungen lag die Zahl der behördlich verfügbaren Schließtage über alle Standorte hinweg im vergangenen Jahr bei 1.056; an 1.872 Tagen waren dementsprechend die

Baumwipfelpfade geöffnet. In diesem Jahr summieren sich die Schließstage per dato auf 1.274 (+218 ggü. dem Gesamtjahr 2020, bei allerdings zwei Neueröffnungen).

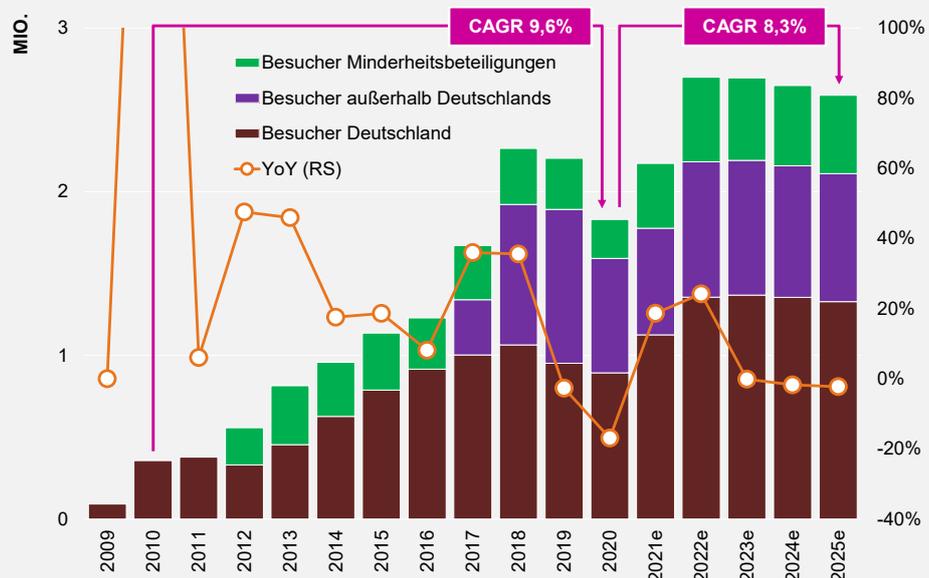
**Warum 2021e dennoch nicht mit 2020 zu vergleichen ist**

Allerdings sind die absoluten Zahlen in verschiedener Hinsicht zu relativieren. So ließe sich einwenden, dass die relevanten Ausflugsmonate Mai bis Oktober, die in den vergangenen zehn Jahren für mehr als 80% der jährlichen Besucherzahlen verantwortlich waren, von den Standortschließungen des 2020 kaum betroffen waren. Allerdings waren einige Erlebniseinrichtungen in den osteuropäischen Ländern bereits im Oktober 2020 geschlossen bzw. so stark eingeschränkt, dass nennenswerte Umsätze nicht realisiert werden konnten. Zum anderen waren im vergangenen Jahr einige Standorte trotz Öffnung von zum Teil erheblichen Reise- oder Übernachtungsbeschränkungen betroffen – so durften etwa an den Standorten Gmunden und Bachledka die für eak wichtigen Gondeln nur teilausgelastet befahren werden. Darüber hinaus haben wir unterstellt, dass die während der Pandemie gestiegene Nachfrage nach Inlandsurlaube zumindest teilweise als Trend fortbestehen wird und die höhere Anzahl der Schließtage in diesem Jahr überlagert. Überdies sind mit Drachenbronn und Usedom im laufenden Jahr zwei weitere Baumwipfelpfade an aussichtsreichen Standorten in Betrieb genommen worden.

Die Neueröffnung von Baumwipfelpfaden wurde von uns nicht in die Schätzungen miteinbezogen.

In der Summe gehen wir davon aus, dass die positiven Effekte überwiegen und Erlebnis Akademie in diesem und dem kommenden Jahr einen deutlichen Besucherzuwachs verzeichnen wird:

ABBILDUNG 10: BESUCHERZAHLEN, 2009-2025E



Wir gehen davon aus, dass eak in den kommenden Jahren die Geschäftstätigkeit deutlich ausweiten und sich die Besucherzahlen der einzelnen Baumwipfelpfade wieder den Vor-Pandemie-Durchschnittswerten annähern werden. Generell gehen wir davon aus, dass die Besucherzahlen eines Baumwipfelpfades im zweiten Jahr typischerweise ihren Spitzenwert erreichen und die Besucherzahlen in den Folgejahren, je nach Standort, um 1% bis 3% pro Jahr zurückgehen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Bis 2022e rechnen wir mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 20,6 Mio.**

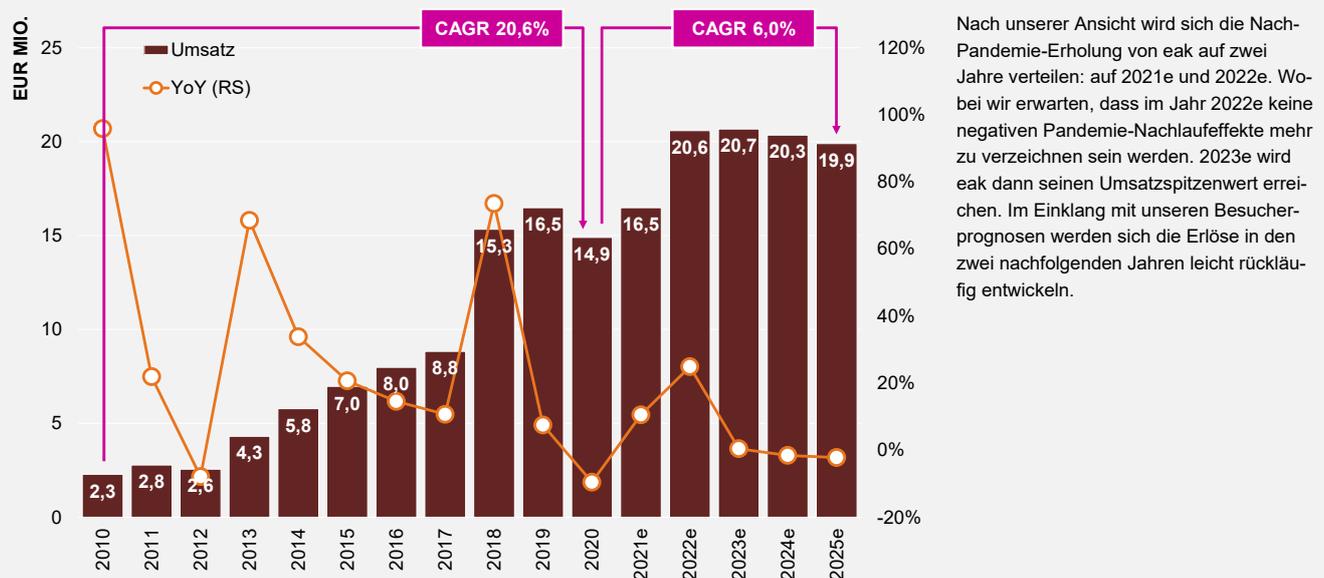
Angesichts dieser Vorgabe und ohne Einbeziehung weiterer, derzeit jedoch nicht konkret beschlossener Neueröffnungen gehen wir in unseren Umsatzprognosen davon

Wir haben unserem Finanzmodell nach unserer Einschätzung ein erreichbares Base-Case-Szenario zugrunde gelegt.

aus, dass die Umsätze 2022e, dem ersten Jahr ohne von uns unterstellten Pandemie-Einflüssen, um knapp 25% auf EUR 20,6 Mio. steigen werden. Für 2023e rechnen wir mit einem leichten Anstieg der Erlöse auf dann EUR 20,7 Mio.

Für die nachfolgenden Jahre erwarten wir, ohne Berücksichtigung von Eintrittspreiserhöhungen und ohne Einbeziehung weiterer Neueröffnungen, einen leichten jährlichen Umsatzrückgang auf dann EUR 19,9 Mio. (2025e), was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) für den Zeitraum 2020-25e von 6,0% entspricht.

ABBILDUNG 11: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE, 2010-2025E



Nach unserer Ansicht wird sich die Nach-Pandemie-Erholung von eak auf zwei Jahre verteilen: auf 2021e und 2022e. Wobei wir erwarten, dass im Jahr 2022e keine negativen Pandemie-Nachlaufeffekte mehr zu verzeichnen sein werden. 2023e wird eak dann seinen Umsatzspitzenwert erreichen. Im Einklang mit unseren Besucherprognosen werden sich die Erlöse in den zwei nachfolgenden Jahren leicht rückläufig entwickeln.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### 2020 wurde das Rekord-EBITDA von 2019 wie zu erwarten nicht erreicht

Im vergangenen Jahr konnte Erlebnis Akademie mit EUR 5,6 Mio. (-11,1% YoY) das Rekord-EBITDA des Jahres 2019 pandemiebedingt nicht erreichen. Mit 37,6% lag auch die EBITDA-Marge leicht unter dem Vorjahr (2019: 38,2%). Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung des EBITDA auf EUR 6,9 Mio., was einer EBITDA-Rendite von 41,7% entspricht. Allerdings betrachten wir das EBITDA zukünftig nicht mehr als die relevante Ertragskennziffer, da Erlebnis Akademie in diesem Jahr vertragsgemäß die Mehrheit am Baumwipfelpfad Bachledka an den Joint-Venture-Partner abgegeben wird. Der verbleibende Anteil von 49% wird bereits ab diesem Jahr nur noch At-Equity konsolidiert, so dass das Vorsteuerergebnis aus unserer Sicht eine deutlich sinnvollere Ertragskennzahl darstellt.

### Parallele Entwicklung von EBITDA und EBIT...

Angesichts von uns im Zeitablauf nahezu gleichbleibend erwarteter Abschreibungen für Sachanlagen ergibt sich beim operativen Ergebnis (EBIT) eine nahezu parallele Entwicklung zum EBITDA.

TABELLE 10: EBITDA UND EBIT, 2016-2025E

		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>
YoY	%	39,8%	14,7%	96,2%	19,3%	-11,1%	22,6%	44,4%	-0,4%	-1,4%	-1,4%
in % der Umsatzerlöse	%	29,4%	30,4%	34,4%	38,2%	37,6%	41,7%	48,2%	47,8%	47,8%	48,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	-1,4	-1,7	-3,1	-3,5	-4,0	-4,2	-4,2	-3,7	-3,7	-3,7
<b>EBIT o. Beteiligungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>
YoY	%	91,0%	4,8%	121,3%	27,9%	-40,4%	61,7%	114,7%	8,1%	-2,2%	-2,1%
in % der Umsatzerlöse	%	11,7%	11,1%	14,1%	16,8%	11,0%	16,2%	27,8%	29,9%	29,7%	29,7%

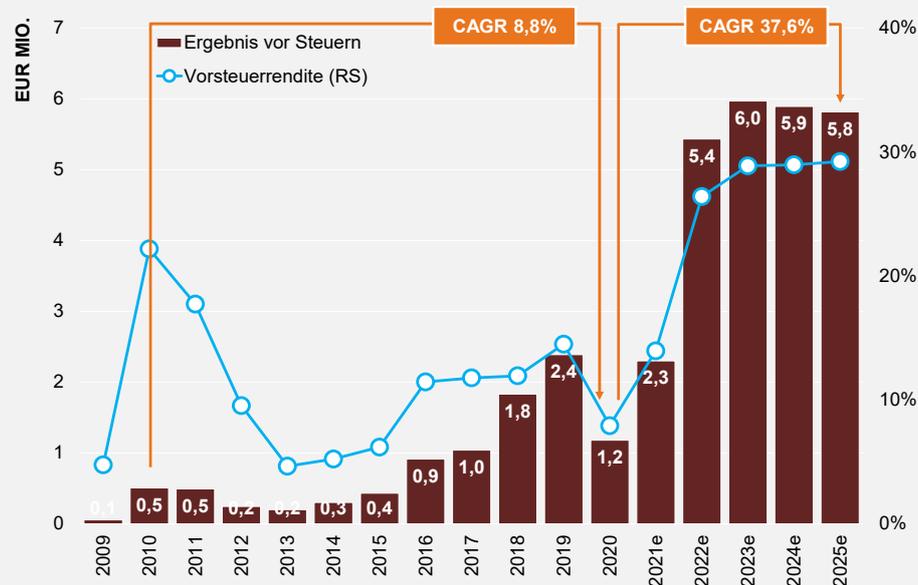
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**...nicht jedoch zwischen EBIT und Vorsteuerergebnis**

Für das laufende Jahr 2021e rechnen wir mit einem Vor- und Nachsteuergewinn von EUR 2,3 Mio. (2020: EUR 1,2 Mio.) bzw. EUR 1,8 Mio. (2020: EUR 0,8 Mio.). Bei rund 2,4 Mio. Stück ausstehenden Aktien entspricht dies einem Gewinn je Aktie in Höhe von EUR 0,39 (2020: EUR 0,20).

Im kommenden und dem darauffolgenden Jahr rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung des Nachsteuerergebnisses auf dann EUR 0,91 (2022e) und EUR 1,00 (2023e) je Aktie.

ABBILDUNG 12: ERGEBNIS VOR STEUERN UND VORSTEUERRENDITE, 2009-2025E



Durch die vertraglich vereinbarte Dekonsolidierung des Baumwipfelpfades Bachledka ergibt sich eine Verschiebung von Ertragsbestandteilen in das Beteiligungsergebnis, das erst unterhalb des operativen Ergebnisses sichtbar wird. Dementsprechend ist das Vorsteuerergebnis aus unserer Sicht zukünftig eine sinnvollere Kennzahl zur Einschätzung der Performance von eak.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf absehbare Zeit keine Dividendenausschüttung erwartet**

Seit dem Börsengang hat Erlebnis Akademie die Leitlinie verfolgt, den generierten Cashflow zu thesaurieren und für die Finanzierung neuer Projekte zu verwenden. Da

wir das Geschäftsmodell von Erlebnis Akademie als „asset-heavy“ charakterisieren und Nettoinvestitionen in Sachanlagen oder Working Capital für die Ausweitung der Geschäftsaktivität zwingend erforderlich sind, ist diese Ausschüttungspolitik des Unternehmens nach unserer Einschätzung wertsteigernd.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,8</b>	<b>15,3</b>
YoY	%	n/a	n/a	33,8%	20,6%	14,6%	10,7%	73,5%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	n/a	n/a	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	2,2%	1,0%	1,0%	1,0%	0,4%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>6,0</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>	<b>15,6</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,8	-0,9	-0,7	-0,7	-1,4
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	-13,5%	-12,4%	-9,1%	-7,5%	-9,0%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4</b>	<b>8,3</b>	<b>14,2</b>
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	91,0%	89,7%	92,8%	93,6%	92,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	n/a	n/a	-2,2	-2,6	-2,9	-3,3	-4,5
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	-37,9%	-37,5%	-36,5%	-37,3%	-29,6%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	-2,2	-2,4	0,0	-3,7
Sozialabgaben	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	-0,4	-0,5	0,0	-0,8
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	n/a	n/a	-1,7	-2,0	-2,1	-2,3	-4,4
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	-29,5%	-28,1%	-26,9%	-25,9%	-28,5%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>5,3</b>
YoY	%	n/a	n/a	57,4%	22,4%	39,8%	14,7%	96,2%
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	23,7%	24,1%	29,4%	30,4%	34,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	n/a	-1,0	-1,2	-1,4	-1,7	-3,1
<b>EBIT ohne Beteiligungsergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>
YoY	%	n/a	n/a	27,2%	18,0%	91,0%	4,8%	121,3%
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	7,2%	7,0%	11,7%	11,1%	14,1%
Erträge aus Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1
Zinserträge	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	5,2%	6,2%	11,4%	11,8%	11,9%
YoY	%	n/a	n/a	50,4%	43,0%	111,8%	13,7%	76,1%
EE-Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5
EE-Steuerquote	%	n/a	n/a	-31,1%	-25,0%	-26,2%	-24,5%	-24,9%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	n/a	n/a	1,375	1,568	1,568	1,725	1,781
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,15</b>	<b>0,20</b>	<b>0,43</b>	<b>0,45</b>	<b>0,47</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

\* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>16,5</b>	<b>14,9</b>	<b>16,5</b>	<b>20,6</b>	<b>20,7</b>	<b>20,3</b>	<b>19,9</b>
YoY	%	7,5%	-9,5%	10,5%	24,9%	0,4%	-1,6%	-2,2%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige betr. Erträge	EUR Mio.	0,4	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4
in % der Umsatzerlöse	%	2,6%	7,2%	6,8%	5,8%	6,0%	6,4%	6,9%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>17,3</b>	<b>16,3</b>	<b>17,9</b>	<b>22,2</b>	<b>22,4</b>	<b>22,1</b>	<b>21,8</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	-1,0	-1,1	-1,3	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
in % der Umsatzerlöse	%	-5,9%	-7,6%	-7,9%	-8,0%	-7,9%	-8,0%	-8,1%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>16,3</b>	<b>15,1</b>	<b>16,6</b>	<b>20,5</b>	<b>20,7</b>	<b>20,5</b>	<b>20,2</b>
in % der Umsatzerlöse	%	99,0%	101,6%	100,8%	99,8%	100,4%	100,8%	101,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-5,3	-5,3	-5,3	-6,0	-6,1	-6,0	-6,0
in % der Umsatzerlöse	%	-32,0%	-35,4%	-32,4%	-29,2%	-29,3%	-29,6%	-30,0%
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-4,3	-4,3	-4,4	-5,0	-5,1	-5,0	-5,0
Sozialabgaben	EUR Mio.	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Sonstige betr. Aufwendungen	EUR Mio.	-4,7	-4,3	-4,4	-4,6	-4,8	-4,8	-4,6
in % der Umsatzerlöse	%	-28,8%	-28,7%	-26,8%	-22,5%	-23,3%	-23,4%	-23,0%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>
YoY	%	19,3%	-11,1%	22,6%	44,4%	-0,4%	-1,4%	-1,4%
in % der Umsatzerlöse	%	38,2%	37,6%	41,7%	48,2%	47,8%	47,8%	48,2%
Abschreibungen	EUR Mio.	-3,5	-4,0	-4,2	-4,2	-3,7	-3,7	-3,7
<b>EBIT ohne Beteiligungsergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>
YoY	%	27,9%	-40,4%	61,7%	114,7%	8,1%	-2,2%	-2,1%
in % der Umsatzerlöse	%	16,8%	11,0%	16,2%	27,8%	29,9%	29,7%	29,7%
Erträge aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinserträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>
in % der Umsatzerlöse	%	14,5%	7,9%	14,0%	26,4%	28,9%	29,0%	29,2%
YoY	%	30,4%	-50,6%	94,9%	136,4%	9,8%	-1,3%	-1,3%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,5	-0,4	-0,5	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4
EE-Steuerquote	%	-20,6%	-33,4%	-22,6%	-24,0%	-24,1%	-24,1%	-24,1%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	2,021	2,021	2,425	2,425	2,425	2,425	2,425
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,57</b>	<b>0,20</b>	<b>0,39</b>	<b>0,91</b>	<b>1,00</b>	<b>0,99</b>	<b>0,97</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Besucherzahlen, 2012-18

HGB (31.12.)	2012	2013	2014	2015*	2016*	2017*	2018
<b>Besucherzahlen</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>957,4</b>	<b>1.136,0</b>	<b>1.228,6</b>	<b>1.670,5</b>	<b>2.265,3</b>
Vollkonsolidierte Beteiligungen	n/a	n/a	626,8	788,7	916,5	1.340,4	1.923,1
davon Deutschland	n/a	n/a	626,8	788,7	916,5	1.002,9	1.064,0
davon außerhalb Deutschlands	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	337,4	859,2
Minderheitsbeteiligungen	n/a	n/a	330,5	347,3	312,1	330,1	342,2
<b>YoY</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>17,6%</b>	<b>18,7%</b>	<b>8,1%</b>	<b>36,0%</b>	<b>35,6%</b>
davon Deutschland	n/a	n/a	38,1%	25,8%	16,2%	9,4%	6,1%
davon außerhalb Deutschlands	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	154,6%
Minderheitsbeteiligungen	n/a	n/a	-8,3%	5,1%	-10,2%	5,8%	3,7%
<b>Anteile</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Vollkonsolidierte Beteiligungen	n/a	n/a	65,5%	69,4%	74,6%	80,2%	84,9%
davon Deutschland	n/a	n/a	65,5%	69,4%	74,6%	60,0%	47,0%
davon außerhalb Deutschlands	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	20,2%	37,9%
Minderheitsbeteiligungen	n/a	n/a	34,5%	30,6%	25,4%	19,8%	15,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Besucherzahlen, 2019-25e

HGB (31.12.)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Besucherzahlen</b>	<b>2.204,9</b>	<b>1.831,6</b>	<b>2.173,5</b>	<b>2.700,3</b>	<b>2.696,8</b>	<b>2.649,9</b>	<b>2.590,4</b>
Vollkonsolidierte Beteiligungen	1.892,9	1.593,2	1.777,5	2.183,4	2.192,8	2.158,5	2.111,3
davon Deutschland	951,8	893,1	1.125,0	1.355,3	1.368,9	1.355,2	1.328,1
davon außerhalb Deutschlands	941,0	700,1	652,5	828,1	823,9	803,3	783,3
Minderheitsbeteiligungen	312,0	238,4	396,0	516,9	503,9	491,3	479,1
<b>YoY</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-16,9%</b>	<b>18,7%</b>	<b>24,2%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-2,2%</b>
davon Deutschland	-10,5%	-6,2%	26,0%	20,5%	1,0%	-1,0%	-2,0%
davon außerhalb Deutschlands	9,5%	-25,6%	-6,8%	26,9%	-0,5%	-2,5%	-2,5%
Minderheitsbeteiligungen	-8,8%	-23,6%	66,1%	30,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
<b>Anteile</b>	<b>100,0%</b>						
Vollkonsolidierte Beteiligungen	85,8%	87,0%	81,8%	80,9%	81,3%	81,5%	81,5%
davon Deutschland	43,2%	48,8%	51,8%	50,2%	50,8%	51,1%	51,3%
davon außerhalb Deutschlands	42,7%	38,2%	30,0%	30,7%	30,6%	30,3%	30,2%
Minderheitsbeteiligungen	14,2%	13,0%	18,2%	19,1%	18,7%	18,5%	18,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

## Bilanz (Aktiva), 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>	<b>14,1</b>	<b>13,3</b>	<b>26,5</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
<b>Sachanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>12,8</b>	<b>11,4</b>	<b>25,9</b>
Grundstücke	EUR Mio.	n/a	n/a	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Technische Anlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	8,3	7,9	10,9	9,6	23,0
Andere Anlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,7	0,7	0,7	0,6	0,8
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,1	0,0	0,1	1,1
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>0,5</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,6	1,1	0,1
Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0
Wertpapiere des Anlagevermögens	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,6</b>	<b>7,4</b>
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	n/a	n/a	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
DIO	d	n/a	n/a	49	36	41	72	119
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DSO	d	n/a	n/a	3	3	5	4	2
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,1	0,2	0,5	0,6
Kasse	EUR Mio.	n/a	n/a	1,0	2,3	2,3	3,8	6,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>12,3</b>	<b>13,1</b>	<b>17,0</b>	<b>18,1</b>	<b>34,5</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Bilanz (Aktiva), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>31,6</b>	<b>36,7</b>	<b>34,8</b>	<b>33,3</b>	<b>31,7</b>	<b>30,3</b>	<b>28,9</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Sachanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>30,9</b>	<b>35,8</b>	<b>34,1</b>	<b>32,6</b>	<b>31,1</b>	<b>29,6</b>	<b>28,3</b>
Grundstücke	EUR Mio.	1,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Technische Anlagen	EUR Mio.	25,2	22,7	21,6	20,5	19,5	18,5	17,6
Andere Anlagen	EUR Mio.	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	3,1	9,2	8,7	8,3	7,9	7,5	7,1
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Beteiligungen	EUR Mio.	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	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	0,2
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,4</b>	<b>11,5</b>	<b>16,7</b>	<b>19,3</b>	<b>22,4</b>	<b>25,8</b>	<b>29,4</b>
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	EUR Mio.	0,2	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO	d	269	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
DSO	d	9	13	13	13	13	13	13
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1
Kasse	EUR Mio.	7,6	8,5	14,8	17,3	20,5	23,9	27,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>42,7</b>	<b>49,0</b>	<b>52,1</b>	<b>53,1</b>	<b>54,7</b>	<b>56,7</b>	<b>58,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>	<b>13,3</b>
Eigenkapitalquote	%	n/a	n/a	40,7%	51,6%	43,7%	53,0%	38,5%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	n/a	n/a	1,4	1,6	1,6	1,7	1,8
Kapitalrücklage	EUR Mio.	n/a	n/a	2,6	3,9	3,9	5,2	6,1
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	n/a	n/a	0,7	0,9	1,3	1,9	3,7
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,3	0,7	0,8	0,8
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,1	0,2	0,3	0,3	0,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>7,1</b>	<b>6,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,2</b>	<b>20,8</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	n/a	n/a	5,7	5,5	8,3	7,3	19,2
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,5	1,3	1,1	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,9	0,4	0,4	0,3	0,7
Tage	d	n/a	n/a	55	19	17	13	16
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,5	0,2	0,5	0,5	0,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>12,3</b>	<b>13,1</b>	<b>17,0</b>	<b>18,1</b>	<b>34,5</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Bilanz (Passiva), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,5</b>	<b>18,8</b>	<b>25,9</b>	<b>30,0</b>	<b>34,5</b>	<b>39,0</b>	<b>43,4</b>
Eigenkapitalquote	%	43,4%	38,4%	49,6%	56,5%	63,1%	68,8%	73,7%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	2,0	2,0	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	9,2	9,2	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	4,5	5,6	6,0	6,9	9,2	11,6	14,0
Jahresüberschuss	EUR Mio.	1,1	0,4	1,0	2,2	2,4	2,4	2,4
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>23,6</b>	<b>29,3</b>	<b>25,4</b>	<b>22,2</b>	<b>19,3</b>	<b>16,7</b>	<b>14,6</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	21,7	27,4	23,3	19,8	16,8	14,3	12,1
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	0,8	5,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	1,1	1,2	1,4	1,7	1,7	1,7	1,6
Tage	d	24	30	30	30	30	30	30
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>42,7</b>	<b>49,0</b>	<b>52,1</b>	<b>53,1</b>	<b>54,7</b>	<b>56,7</b>	<b>58,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	%	n/a	n/a	87,8%	78,8%	83,0%	73,5%	76,7%
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	n/a	n/a	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
<b>Sachanlagen</b>	%	n/a	n/a	83,1%	74,3%	75,0%	62,9%	75,0%
Grundstücke	%	n/a	n/a	9,3%	8,3%	6,4%	5,8%	3,0%
Technische Anlagen	%	n/a	n/a	67,7%	60,1%	64,3%	53,0%	66,5%
Andere Anlagen	%	n/a	n/a	5,9%	5,0%	4,2%	3,6%	2,3%
Geleistete Anzahlungen	%	n/a	n/a	0,2%	0,8%	0,2%	0,5%	3,3%
<b>Finanzanlagen</b>	%	n/a	n/a	4,5%	4,4%	7,9%	10,5%	1,4%
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	n/a	n/a	2,6%	2,7%	2,0%	2,1%	0,1%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	n/a	n/a	0,2%	0,1%	3,6%	6,3%	0,3%
Beteiligungen	%	n/a	n/a	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,6%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	n/a	n/a	1,5%	1,4%	1,1%	1,1%	0,0%
Wertpapiere des Anlagevermögens	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,9%	0,8%	0,4%
Sonstige Ausleihungen	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	n/a	n/a	10,8%	19,7%	15,9%	25,2%	21,6%
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	%	n/a	n/a	0,1%	0,2%	0,0%	0,2%	0,3%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	n/a	n/a	0,9%	0,7%	0,5%	0,7%	1,3%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	n/a	n/a	0,4%	0,4%	0,6%	0,6%	0,2%
Sonstige Forderungen	%	n/a	n/a	1,6%	0,7%	1,0%	2,8%	1,9%
Kasse	%	n/a	n/a	7,8%	17,7%	13,8%	20,9%	17,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	n/a	1,3%	1,5%	1,1%	1,3%	1,3%
<b>Bilanzsumme</b>	%	n/a	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>74,1%</b>	<b>74,9%</b>	<b>66,9%</b>	<b>62,6%</b>	<b>58,0%</b>	<b>53,5%</b>	<b>49,1%</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>72,4%</b>	<b>73,0%</b>	<b>65,5%</b>	<b>61,3%</b>	<b>56,8%</b>	<b>52,3%</b>	<b>48,0%</b>
Grundstücke	%	2,3%	5,0%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%
Technische Anlagen	%	59,0%	46,4%	41,5%	38,6%	35,6%	32,7%	29,8%
Andere Anlagen	%	3,7%	3,0%	2,6%	2,5%	2,3%	2,1%	1,9%
Geleistete Anzahlungen	%	7,3%	18,7%	16,7%	15,6%	14,4%	13,2%	12,0%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>1,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,1%</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,1%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Beteiligungen	%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wertpapiere des Anlagevermögens	%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>24,3%</b>	<b>23,5%</b>	<b>32,1%</b>	<b>36,4%</b>	<b>41,0%</b>	<b>45,5%</b>	<b>49,8%</b>
Unfertige Erzeugnisse und Leistungen	%	0,5%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	0,9%	1,1%	1,1%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%
Sonstige Forderungen	%	3,3%	2,8%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%
Kasse	%	17,9%	17,3%	28,5%	32,6%	37,4%	42,2%	46,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	n/a	n/a	<b>40,7%</b>	<b>51,6%</b>	<b>43,7%</b>	<b>53,0%</b>	<b>38,5%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	n/a	n/a	11,2%	12,0%	9,2%	9,5%	5,2%
Kapitalrücklage	%	n/a	n/a	21,6%	29,8%	22,9%	28,4%	17,7%
Gewinnrücklagen	%	n/a	n/a	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Gewinn-Verlustvortrag	%	n/a	n/a	6,1%	7,2%	7,5%	10,7%	10,8%
Jahresüberschuss	%	n/a	n/a	1,7%	2,4%	3,9%	4,3%	2,4%
<b>Rückstellungen</b>	%	n/a	n/a	<b>1,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,4%</b>
Steuerrückstellungen	%	n/a	n/a	0,3%	0,5%	0,8%	0,1%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	n/a	n/a	0,6%	1,6%	1,7%	1,9%	1,4%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	n/a	n/a	<b>58,3%</b>	<b>46,3%</b>	<b>53,9%</b>	<b>45,0%</b>	<b>60,2%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	n/a	n/a	46,9%	41,8%	48,7%	40,3%	55,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	n/a	n/a	7,2%	2,8%	2,2%	1,8%	2,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	n/a	n/a	4,2%	1,8%	2,9%	2,9%	2,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	n/a	n/a	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>43,4%</b>	<b>38,4%</b>	<b>49,6%</b>	<b>56,5%</b>	<b>63,1%</b>	<b>68,8%</b>	<b>73,7%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	4,7%	4,1%	4,7%	4,6%	4,4%	4,3%	4,1%
Kapitalrücklage	%	21,6%	18,8%	27,0%	26,5%	25,7%	24,8%	23,9%
Gewinnrücklagen	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinn-Verlustvortrag	%	10,5%	11,4%	11,5%	13,1%	16,7%	20,4%	23,7%
Jahresüberschuss	%	2,7%	0,8%	1,8%	4,2%	4,4%	4,2%	4,0%
<b>Rückstellungen</b>	%	<b>1,3%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>
Steuerrückstellungen	%	0,3%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Sonstige Rückstellungen	%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>55,3%</b>	<b>59,9%</b>	<b>48,7%</b>	<b>41,9%</b>	<b>35,2%</b>	<b>29,5%</b>	<b>24,7%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	50,8%	55,8%	44,6%	37,2%	30,7%	25,2%	20,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	2,6%	2,5%	2,6%	3,2%	3,1%	2,9%	2,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	2,0%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,3	0,7	0,8	1,4
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	n/a	1,0	1,2	1,4	1,7	3,1
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,4
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	2,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	n/a	0,6	-0,5	0,0	-0,1	0,4
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,3	-0,3	0,3	-0,1	0,4
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,3
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>4,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>4,2</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	-0,8	0,5	1,4
Investitionen in IAV	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Investitionen in SAV	EUR Mio.	n/a	n/a	-4,8	-0,7	-4,4	-1,4	-17,6
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	-0,1	0,2	9,9
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-4,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-6,3</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,2</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	1,1	0,2	0,0	1,4	0,1
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	1,3	0,0	0,0	0,9
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,1	-0,5	2,8	-0,9	3,2
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,2	0,5	-0,2	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>3,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,6</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	n/a	0,6	1,4	0,2	1,5	1,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	n/a	0,3	1,0	2,3	2,3	4,8
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>6,2</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Cashflow-Statement, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	1,9	0,8	1,8	4,1	4,5	4,5	4,4
Abschreibungen	EUR Mio.	3,5	4,0	4,2	4,2	3,7	3,7	3,7
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-0,4	-0,2	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,7	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	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	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,4	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	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	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>7,6</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,1</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV	EUR Mio.	-8,6	-8,8	-2,5	-2,6	-2,2	-2,3	-2,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,2	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	3,1	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	2,5	5,7	-4,1	-3,5	-3,0	-2,5	-2,1
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	-0,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>1,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,1</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	1,6	0,7	6,4	2,5	3,1	3,4	3,7
Währungsanpassungen	EUR Mio.	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	6,2	7,6	8,5	14,8	17,3	20,5	23,9
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>14,8</b>	<b>17,3</b>	<b>20,5</b>	<b>23,9</b>	<b>27,6</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I, 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	n/a	n/a	5,8	7,0	8,0	8,8	15,3
Rohertrag	EUR Mio.	n/a	n/a	5,3	6,2	7,4	8,3	14,2
EBITDA	EUR Mio.	n/a	n/a	1,4	1,7	2,3	2,7	5,3
EBIT	EUR Mio.	n/a	n/a	0,4	0,5	0,9	1,0	2,2
EBT	EUR Mio.	n/a	n/a	0,3	0,4	0,9	1,0	1,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	0,2	0,3	0,7	0,8	1,4
Anzahl Mitarbeiter		n/a	n/a	28,5	34,0	57,3	97,6	162,4
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	7,50	7,70	13,49	25,60
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	6,40	5,00	6,86	11,80
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	7,12	6,31	9,72	17,01
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	6,40	6,91	12,05	18,30
EPS	EUR	n/a	n/a	0,15	0,20	0,43	0,45	0,47
BVPS	EUR	n/a	n/a	3,63	4,31	4,73	5,57	7,45
CFPS	EUR	n/a	n/a	3,09	0,61	1,41	1,08	2,34
Dividende	EUR	n/a	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Kursziel</b>	<b>EUR</b>							
<b>Performance bis Kursziel</b>	<b>%</b>							
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	n/a	n/a	23,7%	24,1%	29,4%	30,4%	34,4%
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	7,2%	7,0%	11,7%	11,1%	14,1%
EBT-Marge	%	n/a	n/a	5,2%	6,2%	11,4%	11,8%	11,9%
Netto-Marge	%	n/a	n/a	3,5%	4,6%	8,4%	8,8%	8,9%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	-10,0%	2,8%	-39,1%	12,9%	-14,2%
ROE	%	n/a	n/a	4,1%	4,7%	9,0%	8,1%	10,3%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	-12,3%	-2,8%	-2,4%	-0,5%	-0,4%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	n/a	n/a	202,8	205,2	139,3	90,5	94,4
Pro-Kopf-EBIT	EUR	n/a	n/a	14,5	14,4	16,3	10,0	13,3
Capex/Umsatz	%	n/a	n/a	-83,8%	-10,6%	-55,6%	-16,1%	-114,9%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	n/a	33,8%	20,6%	14,6%	10,7%	73,5%
Rohertrag	%	n/a	n/a	40,9%	18,9%	18,5%	11,7%	71,4%
EBITDA	%	n/a	n/a	57,4%	22,4%	39,8%	14,7%	96,2%
EBIT	%	n/a	n/a	27,2%	18,0%	91,0%	4,8%	121,3%
EBT	%	n/a	n/a	50,4%	43,0%	111,8%	13,7%	76,1%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	51,0%	57,9%	109,7%	16,4%	74,6%
EPS	%	n/a	n/a	-66,4%	38,4%	109,7%	5,8%	4,9%
CFPS	%	n/a	n/a	74,5%	-80,2%	129,5%	-23,4%	116,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Auf einen Blick I, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	16,5	14,9	16,5	20,6	20,7	20,3	19,9
Rohertrag	EUR Mio.	16,3	15,1	16,6	20,5	20,7	20,5	20,2
EBITDA	EUR Mio.	6,3	5,6	6,9	9,9	9,9	9,7	9,6
EBIT	EUR Mio.	2,8	1,6	2,7	5,7	6,2	6,0	5,9
EBT	EUR Mio.	2,4	1,2	2,3	5,4	6,0	5,9	5,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	1,9	0,8	1,8	4,1	4,5	4,5	4,4
Anzahl Mitarbeiter		192,0	192,0	212,0	192,0	192,0	192,0	192,0
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	19,70	15,70	17,40	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	11,50	8,00	13,80	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	16,08	13,18	15,07	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	14,90	14,00	17,10	17,10	17,10	17,10	17,10
EPS	EUR	0,57	0,20	0,39	0,91	1,00	0,99	0,97
BVPS	EUR	9,17	9,32	10,67	12,37	14,24	16,08	17,90
CFPS	EUR	2,38	2,52	3,12	3,54	3,42	3,38	3,35
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Kursziel</b>	<b>EUR</b>							<b>27,00</b>
<b>Performance bis Kursziel</b>	<b>%</b>							<b>57,9%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	38,2%	37,6%	41,7%	48,2%	47,8%	47,8%	48,2%
EBIT-Marge	%	16,8%	11,0%	16,2%	27,8%	29,9%	29,7%	29,7%
EBT-Marge	%	14,5%	7,9%	14,0%	26,4%	28,9%	29,0%	29,2%
Netto-Marge	%	11,3%	5,2%	10,8%	20,1%	21,9%	22,0%	22,2%
FCF-Marge	%	-23,7%	-37,5%	31,7%	29,0%	29,5%	29,2%	29,2%
ROE	%	10,0%	4,1%	6,9%	13,8%	13,1%	11,5%	10,2%
NWC/Umsatz	%	1,6%	3,0%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,5%	-4,5%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	85,8	77,6	77,7	107,2	107,6	106,0	103,6
Pro-Kopf-EBIT	EUR	14,4	8,6	12,6	29,8	32,2	31,5	30,8
Capex/Umsatz	%	-51,9%	-59,3%	-15,4%	-12,7%	-10,6%	-11,1%	-11,7%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	7,5%	-9,5%	10,5%	24,9%	0,4%	-1,6%	-2,2%
Rohertrag	%	15,1%	-7,1%	9,6%	23,7%	1,0%	-1,2%	-1,7%
EBITDA	%	19,3%	-11,1%	22,6%	44,4%	-0,4%	-1,4%	-1,4%
EBIT	%	27,9%	-40,4%	61,7%	114,7%	8,1%	-2,2%	-2,1%
EBT	%	30,4%	-50,6%	94,9%	136,4%	9,8%	-1,3%	-1,3%
Nettoergebnis	%	36,5%	-58,6%	130,9%	132,2%	9,7%	-1,3%	-1,3%
EPS	%	19,8%	-64,1%	92,4%	132,2%	9,7%	-1,3%	-1,3%
CFPS	%	1,9%	5,6%	23,9%	13,5%	-3,4%	-1,0%	-0,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2012-18

HGB (31.12.)		2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	10,2	9,7	12,8	11,4	25,9
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,6	0,6	1,3	1,9	0,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	1,3	2,6	2,7	4,6	7,4
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	5,0	6,8	7,4	9,6	13,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	7,3	6,3	9,6	8,5	21,2
EK-Quote	%	n/a	n/a	40,7%	51,6%	43,7%	53,0%	38,5%
Gearing	%	n/a	n/a	96,1%	46,6%	80,1%	36,5%	98,1%
Net Working Capital	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,7	-0,2	-0,2	0,0	-0,1
Asset Turnover	x	n/a	n/a	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
EBITDA-ICR	x	n/a	n/a	10,7	9,3	12,3	13,0	10,1
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	n/a	n/a	1.375	1.568	1.568	1.725	1.781
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	11,8	12,1	23,3	45,6
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	10,0	7,8	11,8	21,0
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	11,2	9,9	16,8	30,3
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	10,0	10,8	20,8	32,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	n/a	n/a	4,8	3,1	5,9	3,5	13,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	14,9	18,0	26,8	58,6
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	13,2	13,8	15,3	34,0
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	14,3	15,8	20,3	43,3
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	13,2	16,8	24,3	45,6
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	2,14	2,26	3,03	3,82
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	1,89	1,73	1,74	2,22
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	2,05	1,98	2,29	2,83
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	1,89	2,10	2,75	2,98
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	8,9	7,7	10,0	11,1
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	7,9	5,9	5,7	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	8,5	6,8	7,5	8,2
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	7,9	7,2	9,0	8,6
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	30,6	19,3	27,4	27,1
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	27,0	14,8	15,7	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	29,3	17,0	20,8	20,0
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	27,0	18,0	24,9	21,1
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	36,8	18,0	29,9	54,0
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	31,4	11,7	15,2	24,9
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	35,0	14,8	21,5	35,9
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	31,4	16,2	26,7	38,6
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	1,5	1,5	2,2	2,5
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						* BIS 2017 AG-ABSCHLUSS		

## Auf einen Blick II, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	30,9	35,8	34,1	32,6	31,1	29,6	28,3
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Umlaufvermögen	EUR Mio.	10,4	11,5	16,7	19,3	22,4	25,8	29,4
Eigenkapital	EUR Mio.	18,5	18,8	25,9	30,0	34,5	39,0	43,4
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	24,2	30,2	26,2	23,1	20,2	17,7	15,5
EK-Quote	%	43,4%	38,4%	49,6%	56,5%	63,1%	68,8%	73,7%
Gearing	%	75,7%	100,4%	32,6%	8,2%	-10,6%	-24,6%	-35,5%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,3	0,4	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Asset Turnover	x	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3
EBITDA-ICR	x	10,5	8,7	10,8	18,4	21,6	25,0	29,1
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	2.021	2.021	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	39,8	31,7	42,2	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	23,2	16,2	33,5	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	32,5	26,6	36,5	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	30,1	28,3	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5
Nettoverschuldung	EUR Mio.	14,0	18,9	8,4	2,5	-3,7	-9,6	-15,4
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	53,8	50,6	50,6	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	37,3	35,1	41,9	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	46,5	45,5	45,0	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	44,1	47,2	49,9	43,9	37,8	31,9	26,1
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	3,27	3,40	3,07	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,26	2,35	2,54	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,82	3,06	2,73	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,68	3,17	3,03	2,13	1,83	1,57	1,31
EV/EBITDA Hoch	x	8,6	9,0	7,4	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	7,4	8,1	6,6	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,0	8,4	7,3	4,4	3,8	3,3	2,7
EV/EBIT Hoch	x	19,5	30,7	19,0	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	16,8	27,7	16,9	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	16,0	28,7	18,7	7,7	6,1	5,3	4,4
KGV Hoch	x	34,7	77,1	44,4	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	20,3	39,3	35,2	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	28,3	64,7	38,4	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	26,2	68,7	43,6	18,8	17,1	17,3	17,6
KBV Schlusskurs	x	1,6	1,5	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TY
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>16,5</b>	<b>20,6</b>	<b>20,7</b>	<b>20,3</b>	<b>19,9</b>	<b>19,6</b>	<b>19,5</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>	<b>19,5</b>	<b>19,5</b>	<b>19,5</b>	<b>19,5</b>
YoY	%	10,5%	24,9%	0,4%	-1,6%	-2,2%	-1,4%	-0,7%	-0,3%	-0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>
EBIT-Marge	%	16,2%	27,8%	29,9%	29,7%	29,7%	29,2%	28,7%	28,2%	27,7%	27,2%	26,7%	26,2%	25,7%	25,2%	24,7%	25,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Steuern	EUR Mio.	-0,5	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3
Steuerquote (τ)	%	17,9%	21,9%	22,4%	22,6%	22,8%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>
Reinvestment	EUR Mio.	3,1	1,8	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	-0,1
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,6</b>
WACC	%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	95,7%	91,6%	87,7%	83,9%	80,3%	76,8%	73,4%	70,0%	66,8%	63,8%	60,8%	57,9%	55,1%	52,4%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	3,1%															
Terminal Cost of capital	%	5,1%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	22,8															
in % des Enterprise Value	%	27,1%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	28,1															
in % des Enterprise Value	%	33,4%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	33,3															
in % des Enterprise Value	%	39,5%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>84,3</b>															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-27,4															
Liquidität	EUR Mio.	8,5															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>65,4</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	2,4															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>27,00</b>															

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

#### Disclaimer

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

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

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

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

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

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

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

#### Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
15.06.2021/09:40 Uhr	EUR 27,00/EUR 17,10	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8
06.04.2021/08:00 Uhr	EUR 19,90/EUR 14,70	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
09.03.2021/08:35 Uhr	EUR 19,90/EUR 15,20	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
19.02.2021/10:10 Uhr	EUR 23,80/EUR 15,80	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
18.11.2020/08:45 Uhr	EUR 20,00/EUR 13,40	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
04.11.2020/10:50 Uhr	EUR 20,00/EUR 13,10	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
27.08.2020/10:00 Uhr	EUR 18,70/EUR 13,00	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
02.06.2020/10:50 Uhr	EUR 18,30/EUR 13,00	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
29.04.2020/09:30 Uhr	EUR 18,30/EUR 10,90	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8
01.04.2020/07:30 Uhr	EUR 18,30/EUR 10,00	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8

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

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

**Informationsquellen**

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

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

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

**Erklärung Compliance**

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

**Informationsquellen**

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

**Erklärung der Ersteller der Studien**

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

Diese Studie wurde am 14.06.2021 um 22:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 17,10.