

11. Oktober 2017  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## **ABO Invest AG**

Windflaute trübt die Entwicklung  
nur temporär

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **1,62 Euro** | Kursziel: **2,00 Euro**

**Analyst:** Dipl.-Kfm. Holger Steffen  
**sc-consult GmbH**, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-94  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## Jüngste Geschäftsentwicklung



### Stammdaten

**Sitz:** Wiesbaden  
**Branche:** Stromerzeugung  
**Mitarbeiter:** 2 Vorstände, 2 Angestellte  
**Rechnungslegung:** HGB

**ISIN:** DE000A1EWXA4  
**Kurs:** 1,62 Euro  
**Marktsegment:** Freiverkehr Düsseldorf  
**Aktienzahl:** 47,5 Mio. Stück  
**Market Cap:** 77,0 Mio. Euro  
**Enterprise Value:** 208,7 Mio. Euro  
**Free-Float:** > 93 % (09/2017)  
**Kurs Hoch/Tief (12 M):** 1,629 Euro / 1,45 Euro  
**Ø Umsatz (Düs, 12 M):** 53,5 Tsd. Euro

Im ersten Halbjahr 2017 war die Windverfügbarkeit teilweise sehr schwach, weswegen die Stromproduktion von ABO Invest um 14 Prozent unter dem gemittelten Normwert lag. Der Umsatz reduzierte sich deswegen um 16,6 Prozent auf 13,2 Mio. Euro, das EBITDA sank sogar um 22,1 Prozent auf 9,6 Mio. Euro. Der Vorsteuergewinn, der nach Angaben des Unternehmens unter normalen Windverhältnissen bis zu 0,5 Mio. Euro betragen hätte, drehte infolgedessen von 0,4 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum auf -1,4 Mio. Euro. Derartige Phasen mit einer schwachen Windverfügbarkeit sind immer möglich, rein statistisch betrachtet sollte sich bald wieder eine Besserung einstellen. Im dritten Quartal hat sich der Output gemäß den Produktionsdaten auf der Webseite der Gesellschaft zumindest um 4 Prozent zum schwachen Vorjahreswert erhöht. ABO Invest wird zudem einen Windpark in Finnland mit einer Leistung von 23,1 MW erwerben, der durch Synergien mit einem bestehenden Windpark in der Nachbarschaft eine Eigenkapitalrendite von rund 7 Prozent bietet. Wir schätzen, dass die Gesellschaft auf dieser Basis ab dem nächsten Jahr einen Norm-Umsatz von mehr als 35 Mio. Euro p.a. erwirtschaften kann.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	18,4	29,2	27,7	26,3	35,4	35,4
EBITDA (Mio. Euro)	14,1	21,8	20,6	19,5	27,1	27,1
Jahresüberschuss	-4,1	-4,0	-3,1	-3,7	-0,4	0,4
EpS	-0,11	-0,06	-0,05	-0,07	-0,01	0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	16,8%	58,5%	-5,1%	-4,9%	34,4%	0,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	4,31	2,64	2,78	2,92	2,24	2,24
KGV	-	-	-	-	-	225,5
KCF*	13,1	5,4	5,8	7,3	4,1	3,9
EV / EBITDA	14,8	9,6	10,1	10,7	7,8	7,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

\* Basis operativer Cashflow vor Zinszahlungen

## Potenzial kann nicht abgerufen werden

Die Voraussetzungen für eine hohe Stromproduktion waren im ersten Halbjahr 2017 prinzipiell vorhanden, mit 98 Prozent ist die technische Verfügbarkeit der Anlagen sehr gut ausgefallen. Aber der zweite entscheidende Faktor, die Windverfügbarkeit, blieb insgesamt schwach, insbesondere die Monate Januar, April und Mai stellten verglichen mit langjährigen Durchschnittswerten negative Ausreißer dar. Nach Angaben von ABO Invest wurden mit den bestehenden 129,3 MW in den ersten sechs Monaten etwa 143 Mio. kWh produziert (mit pauschal berechneten Leitungsverlusten), das ist ein Rückgang von 12 Prozent zum Vorjahreswert. Die Abweichung zu dem Produktionswert, der unter durchschnittlichen Windbedingungen erreicht worden wäre, gibt das Unternehmen sogar mit -14 Prozent an. Sehr groß war diesbezüglich die Differenz in Deutschland (-21 Prozent) und Frankreich (-17 Prozent). Finnland (-9 Prozent) und insbesondere der größte einzelne Windpark des Unternehmens in Irland (-5 Prozent) schnitten besser ab. Der Umsatz reduzierte sich daher in Relation zum Vorjahreswert um 16,6 Prozent auf 13,2 Mio. Euro. Das Unternehmen beziffert den Umsatzausfall infolge der unterdurchschnittlichen Windverfügbarkeit auf 1,9 Mio. Euro. Zugleich betont ABO Invest aber auch, dass die bisherigen Auswertungen der realen Windverhältnisse seit der Installation der einzelnen Windparks darauf hindeuten, dass das Portfolio die Ertragsersparungen langfristig erfüllen wird.

Geschäftszahlen	HJ16	HJ17	Änderung
Umsatz	15,87	13,23	-16,6%
EBITDA	12,34	9,60	-22,1%
EBIT	4,08	1,66	-59,5%
EBT	0,36	-1,36	-
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	-0,21	-1,73	-

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Verlust durch fehlende Deckungsbeiträge

Die beiden mit Abstand wichtigsten Kostenpositionen entwickelten sich im ersten Halbjahr rückläufig. Während sich die Abschreibungen, die mit 8,0 Mio.

Euro für 68 Prozent des Betriebsaufwands verantwortlich waren, gegenüber dem ersten Halbjahr 2016 um 3,7 Prozent verminderten, haben sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen produktionsbedingt um 4,5 Prozent auf 3,4 Mio. Euro reduziert. Das reichte aber nicht aus, um den rückläufigen Umsatz zu kompensieren, so dass das EBIT von 4,1 auf 1,7 Mio. Euro zurückging. Da die Zinsbelastung durch den Rückkauf von hochverzinsten Genussrechten und eine günstige Refinanzierung des irischen Windparks mit 3,0 Mio. Euro (Vorjahr 3,7 Mio. Euro) deutlich niedriger ausgefallen ist, beliefen sich die Einbußen beim Vorsteuerergebnis nur auf 1,7 Mio. Euro, das damit von 0,4 auf -1,4 Mio. Euro wieder in den Verlustbereich drehte. Nach Steuern und Anteilen Dritter summierte sich das Defizit auf -1,7 Mio. Euro (Vorjahr: -0,2 Mio. Euro). Das Unternehmen führt an, dass das Ergebnis bei durchschnittlichen Windverhältnissen leicht positiv ausgefallen wäre.

## Operativer Cashflow dennoch klar im Plus

Die Auswirkungen der Windverhältnisse sind auch aus der Kapitalflussrechnung ablesbar. Der operative Cashflow reduzierte sich zur Referenzperiode im Vorjahr von 13,1 auf 9,3 Mio. Euro. Trotzdem erhöhte sich die Konzernliquidität von 9,1 Mio. Euro Anfang Januar auf 10,2 Mio. Euro zum 30. Juni. Das lag daran, dass sich der Finanzierungscashflow nach dem letztjährigen Anstieg durch den Rückkauf der Genussrechte von -14,7 Mio. Euro wieder auf -3,2 Mio. Euro in der aktuellen Periode reduziert hat. Somit generierte das operative Geschäft auch ausreichend Liquidität zur Deckung der höheren Investitionstätigkeit (Investitionscashflow -5,0 Mio. Euro gegenüber +3,8 Mio. Euro im ersten Halbjahr 2016).

## Kapitalerhöhung für weitere Investitionen

Auf der AG-Ebene ist die Liquidität mit einem Kasernenbestand von 1,4 Mio. Euro per 30. Juni und ungenutzten Kreditlinien in Höhe von 2,3 Mio. Euro komfortabel. Für künftige Investitionen hat die Hauptversammlung eine Kapitalerhöhung beschlos-

sen. Die zur Emission vorgesehenen 1,5 Mio. Aktien werden wieder ABO Wind angeboten, wie schon in der Vergangenheit, nun zu einem Preis von 1,64 Euro pro Stück (und damit oberhalb des aktuellen Börsenkurses). Der Projektentwickler, der operativ eng mit ABO Invest zusammenarbeitet, hat bereits sein Interesse bekundet.

### Zukauf in Finnland

Für einen weiteren Windpark in Finnland (Haapajärvi II) mit einer Kapazität von 23,1 Megawatt wird das neue Eigenkapital aber kaum noch benötigt. ABO Invest hat bereits im ersten Halbjahr eine Reservierungszahlung in Höhe von 5 Mio. Euro geleistet. Das übrige Projektvolumen in Höhe von 53 Mio. Euro wird weitgehend fremdfinanziert. Die hohe Quote ist möglich, da die Gesellschaft in unmittelbarer Nähe des neuen Objekts bereits seit Mitte 2015 einen kleinen Windpark (Haapajärvi I, 6,6 MW) betreibt, der ausschließlich eigenfinanziert wurde. Nun wird Haapajärvi I als Sicherheit für die Finanzierung von Haapajärvi II eingebracht, so dass sich die Eigenmittel letztlich auf ca. 20 Prozent des gesamten Investitionsvolumens belaufen. Die ersten Anlagen von Haapajärvi II sind bereits im Betrieb. Pro Jahr wird der Windpark ab 2018 dann etwa 75 Mio. kWh Strom produzieren, für die bis 2029 eine Einspeisevergütung von 8,35 Cent/kWh gesichert ist.

### Renditeerwartung abgesenkt

Isoliert betrachtet bietet der neue Windpark eine Eigenkapitalrendite von ca. fünf Prozent, was den aktuellen Marktgegebenheiten in Ländern mit gut kalkulierbaren Einnahmen entspricht. Die Finanzierung mit Hilfe der Bestandsanlage und zusätzliche Größenvorteile im Betrieb ermöglichen allerdings eine Renditeverbesserung auf rund 7 Prozent. Das ist aber den besonderen Gegebenheiten dieses Projektes geschuldet und entspricht nicht mehr den im Normalfall erzielbaren Renditen in den Kernmärkten von ABO Invest. Daher hat das Unternehmen auf der letzten Hauptversammlung die Renditeerwartung für neue Investitionen auf 5 bis 6 Prozent abgesenkt, zuvor waren 7,5 Prozent angestrebt worden. Auf der Veranstaltung wurde zudem die Abschaffung des Beirats beschlossen, der in der Vergangenheit eine

zusätzliche Prüfung von Kaufentscheidungen vorgenommen hat, dessen Befugnisse aber nicht mit dem Aktienrecht vereinbar waren. Daher wurde nun der Aufsichtsrat um zwei Personen aus dem vormaligen Beirat erweitert.

### Leichte Besserung im dritten Quartal

Die Gesellschaft hat zwar aktuell nur die Halbjahreszahlen veröffentlicht, aus den Produktionsdaten auf der Website lässt sich aber schon die Entwicklung im dritten Quartal ableiten. Nach unserer Erhebung hat der Strom-Output in Relation zum schwachen Vorjahreswert um 4 Prozent zugelegt. Während die Produktion in Irland im dritten Quartal um 18 Prozent unter dem Wert aus 2016 geblieben ist, verzeichneten die Bestandsparks in Deutschland und Frankreich im Durchschnitt einen Zuwachs von rund 35 Prozent. Nach neun Monaten hat sich dadurch der Produktionsrückgang zum Vorjahr auf 7,7 Prozent reduziert (siehe dazu die Portfoliotabelle im Anhang I). Auch der Start in das vierte Quartal ist ordentlich verlaufen. Für die letzten drei Monate unterstellen wir im Rahmen unserer Schätzung eine Windverfügbarkeit auf dem Niveau der langjährigen Durchschnittswerte. Allerdings hat ABO Invest auf der Website (Portfolio/Glenough) darauf hingewiesen, dass der irische Windpark wegen Netzarbeiten vom 9. bis 27. Oktober keinen Strom einspeisen kann und dafür auch keine Kompensation gezahlt wird. Isoliert betrachtet resultiert daraus eine Erlöseinbuße von ca. 500 Tsd. Euro. Insgesamt leiten wir daraus für 2017 eine neue Umsatzschätzung von 26,3 Mio. Euro (bisher: 28,4 Mio. Euro) ab, aus der sich die neue EBITDA-Erwartung von 19,5 Mio. Euro ergibt (bisher: 21,2 Mio. Euro). Das Nettoergebnis sollte sich deswegen auf -3,7 Mio. Euro einstellen. Gegenüber dem Vorjahr (-3,1 Mio. Euro) wird sich das Ergebnis somit verschlechtern, während wir bisher mit einer Verbesserung auf -2,8 Mio. Euro gerechnet hatten.

### Perspektiven unverändert aussichtsreich

Sobald die Phase mit einer unterdurchschnittlichen Windverfügbarkeit endet, dürften die Zahlen von ABO Invest wieder deutlich besser ausfallen. Im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise haben

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	26,3	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	34,5
Umsatzwachstum		34,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,5%
EBIT-Marge	12,9%	22,8%	22,6%	23,5%	24,3%	24,2%	24,1%	23,6%
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,1</b>
Steuersatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,5	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2
<b>NOPAT</b>	<b>2,9</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,9</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	16,1	19,1	19,1	18,7	18,4	18,4	18,4	18,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	19,2	26,1	26,1	26,0	25,9	25,9	25,9	25,2
- Zunahme Net Working Capital	-2,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	-58,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>-41,5</b>	<b>25,8</b>	<b>26,1</b>	<b>26,0</b>	<b>25,9</b>	<b>25,9</b>	<b>25,9</b>	<b>25,2</b>

#### SMC-Schätzmodell

wir für 2018 und die Folgejahre unterstellt, dass die Windverfügbarkeit um 3 Prozent unter den langjährigen Durchschnittswerten liegt. Auf dieser Basis erwarten wir – unter Berücksichtigung der inzwischen vorliegenden Detaildaten zum neuen finnischen Windpark – für 2018 und die Folgejahre Umsätze von jeweils 35,4 Mio. Euro, die wir ab 2024 infolge der dann auslaufenden Einspeisevergütungen absinken lassen. Auf dieser Grundlage sollte ABO Invest in 2018 eine deutliche Ergebnisverbesserung auf -0,38 Mio. Euro gelingen, für die Folgeperiode rechnen wir dann mit dem Sprung in die Gewinnzone (Überschuss 0,35 Mio. Euro). Wir haben nach wie vor keinen weiteren Portfolioausbau unterstellt, so dass die Tilgungen im Zeitablauf zu einer sinkenden Zinsbelastung und einem dynamisch steigenden Gewinn führen werden. Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die aus diesen Prämissen resultierende Entwick-

lung der wichtigsten Kennzahlen im Detailprognosezeitraum, Übersichten zu Bilanz, GuV und Cashflow finden sich zudem im Anhang.

#### Kursziel: 2,00 Euro je Aktie

Der faire Unternehmenswert liegt in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 3,9 Prozent) bei 98 Mio. Euro, respektive 2,01 Euro je Aktie. Daraus leiten wir ein unverändertes Kursziel von 2,00 Euro ab. In Relation zum aktuellen Kurs resultiert daraus ein Aufwärtspotenzial von mehr als 20 Prozent. Wegen der guten Planbarkeit der künftigen Cashflows aus dem Bestand stufen wir das Prognoserisiko trotz der zuletzt erhöhten Windvolatilität unverändert als leicht unterdurchschnittlich (drei von sechs möglichen Punkten) ein.

## Fazit

---

Das erste Halbjahr 2017 ist für ABO Invest enttäuschend verlaufen. Die Windverfügbarkeit war sehr schwach, so dass die Produktion um 14 Prozent unter den erwarteten Durchschnittswerten lag und der Umsatz in Relation zum Vorjahrzeitraum um 16,6 Prozent auf 13,2 Mio. Euro zurückgegangen ist. Das war auch im Ergebnis spürbar, unter dem Strich musste ein Nettoverlust von -1,7 Mio. Euro hingenommen werden, verglichen mit einem kleinen Minus von -0,2 Mio. Euro im Vorjahr. Für das dritte Quartal zeichnet sich aber eine leichte Besserung ab, die auf der Website aufgeführten Produktionsdaten zeigen im Vergleich mit dem Vorjahr einen vierprozentigen Anstieg der Stromproduktion. Als gute Nachricht werten wir auch, dass die Gesellschaft nach der Auswertung der realen Windverhältnisse seit der Installation der Anlagen davon ausgeht, dass das Portfolio die Ertrags Erwartungen langfristig erfüllen wird.

Ebenfalls sehr positiv sehen wir die große Investition in Finnland, mit der das Portfolio von 129,3 auf 152,4 MW ausgebaut werden kann. Da ABO Invest in der Nachbarschaft bereits einen kleinen Windpark betreibt, können Synergiepotenziale gehoben werden, die eine potenzielle Eigenkapitalrendite von rund 7 Prozent ermöglichen. Das liegt deutlich über

dem aktuellen Durchschnitt von 5 bis 6 Prozent in Märkten, die eine vergleichbare Investitionssicherheit bieten. Auf der letzten Hauptversammlung wurde das Renditeziel für neue Objekte entsprechend angepasst.

Dennoch sehen wir das als ausreichend an, um zusammen mit dem renditestarken Bestand künftig hohe und steigende Cashflows zu erwirtschaften. Was jetzt noch fehlt, wäre eine längere Phase mit überdurchschnittlicher Windverfügbarkeit, die das Potenzial des Portfolios auch in den Zahlen zum Ausdruck bringen würde. Bereits seit dem zweiten Halbjahr 2016 ist die Windverfügbarkeit deutlich unter den langfristigen Mittelwerten, rein statistisch betrachtet müsste bald auch ein Ausreißer nach oben anstehen.

Nach wie vor sehen wir den Wert des Bestands, in den wir den neuen Windpark in Finnland bereits eingerechnet hatten, in dem aktuellen Kurs nicht adäquat abgebildet. Unser aktuelles Kursziel liegt bei 2,00 Euro, unser Urteil lautet unverändert „Buy“. Möglicherweise wird die Unterbewertung aber erst abgebaut, wenn eine längere Phase mit hoher Windverfügbarkeit für einen deutlichen Sprung in die Gewinnzone sorgt.

## Anhang I: Portfolio

Windparks	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh***				Änderung in %	Produktion seit
			2015	2016	Jan-Sep 2016	Jan-Sep 2017		
Glenough	35,0	IE	119,4	105,9	77,1	69,5	-9,8%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	19,2	18,7	14,9	12,4	-16,5%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	20,3	18,3	14,0	12,4	-11,3%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	17,9	15,9	11,7	11,3	-3,3%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,8	8,1	6,3	5,5	-13,0%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	30,0	35,9	27,1	24,6	-9,3%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	11,0	9,6	7,4	7,1	-4,9%	2009
Losheim	4,5	DE	5,9	4,5	3,1	3,6	16,2%	Jun 14*
Düngenheim	4,0	DE	7,5	6,6	5,1	4,4	-13,8%	2009
Framersheim II	3,4	DE	7,2	5,9	4,7	4,3	-7,3%	Sep 13
Broich	2,4	DE	4,6	3,9	2,9	2,7	-4,7%	2007
Weilrod****	13,4	DE	32,3	32,2	23,5	21,7	-7,6%	Feb 15*
Wennerstorf*****	5,0	DE		2,7	1,3	4,0	197,7%	Jun 16*
Haapajärvi I	6,6	FI	10,0	18,8	13,7	13,4	-1,9%	Jul 15
Biogas: Samswegen	0,8	DE	6,0	5,9	4,3	3,4	-20,9%	2010**
<b>Summe</b>	<b>129,3*****</b>		<b>300,0</b>	<b>292,9</b>	<b>217,1</b>	<b>200,4</b>	<b>-7,7%</b>	

\* Kaufdatum

\*\* Anlage grundlegend überarbeitet

\*\*\* Produktion gemäß Website inklusive pauschalierter Leitungsverluste ohne verkauften Windpark Clamecy

\*\*\*\* Werte umgerechnet auf Beteiligungsquote von 80 Prozent (Weilrod) bzw. 96,8 Prozent (Wennerstorf)

\*\*\*\*\* Noch ohne neuen finnischen Windpark Haapajärvi II (23,1 MW)

Quelle: Unternehmen

## Anhang II: Bilanz- und GuV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	180,8	223,4	204,3	185,3	166,5	148,1	129,7	111,3	93,2
1. Immat. VG	10,1	9,7	9,3	8,9	8,5	8,1	7,7	7,3	6,9
2. Sachanlagen	170,3	213,4	194,7	176,0	157,7	139,6	121,6	103,6	85,9
II. UV Summe	12,6	16,6	22,5	29,4	37,5	46,2	50,6	62,3	73,8
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	35,5	38,9	38,5	38,9	40,1	42,2	44,8	47,8	51,0
II. Mezzanine Kapital	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,8	3,0	3,2	3,4
<b>IV. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	136,0	190,1	177,2	164,4	152,3	140,3	128,5	118,5	108,6
2. Kurzfristiges FK	15,7	4,6	4,5	4,5	4,5	4,4	4,4	4,4	4,3
<b>BILANZSUMME</b>	<b>193,8</b>	<b>240,5</b>	<b>227,4</b>	<b>215,2</b>	<b>204,5</b>	<b>194,8</b>	<b>180,8</b>	<b>174,0</b>	<b>167,5</b>

### GuV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	27,68	26,32	35,37	35,37	35,37	35,37	35,37	35,37	34,49
EBITDA	20,64	19,48	27,12	27,08	27,05	27,01	26,98	26,94	26,23
EBIT	4,46	3,40	8,05	8,01	8,30	8,60	8,56	8,52	8,14
EBT	-2,33	-2,84	0,62	1,60	2,80	3,68	4,24	4,89	5,09
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,15	-3,73	-0,39	0,35	1,25	2,10	2,55	3,06	3,22
JÜ	-3,08	-3,65	-0,38	0,35	1,21	2,02	2,46	2,95	3,11
EPS	-0,05	-0,07	-0,01	0,01	0,02	0,04	0,05	0,06	0,06
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	19,82	16,84	25,98	26,22	26,20	26,29	26,31	26,24	25,72
CF aus Investition	3,76	-58,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	-25,29	44,22	-20,42	-19,35	-18,11	-17,58	-21,94	-14,54	-14,19
Liquidität Jahresanfa.	10,82	9,12	11,48	17,04	23,92	32,00	40,71	45,08	56,78
Liquidität Jahresende	9,12	11,48	17,04	23,92	32,00	40,71	45,08	56,78	68,31

### Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	-5,1%	-4,9%	34,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,5%
EBITDA-Marge	74,6%	74,0%	76,7%	76,6%	76,5%	76,4%	76,3%	76,2%	76,0%
EBIT-Marge	16,1%	12,9%	22,8%	22,6%	23,5%	24,3%	24,2%	24,1%	23,6%
EBT-Marge	-8,4%	-10,8%	1,8%	4,5%	7,9%	10,4%	12,0%	13,8%	14,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-11,1%	-13,9%	-1,1%	1,0%	3,4%	5,7%	6,9%	8,4%	9,0%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://www.tai-pan.de)) erstellt.

## Disclaimer

### Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

#### I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
19.06.2017	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
13.03.2017	Strong Buy	2,15 Euro	1), 3), 4)
28.11.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)
12.10.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3)
13.06.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4), 5)
14.04.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest

### Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

### Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.