

5. Juni 2018  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# ABO Invest AG

## Stromproduktion steigt in den ersten fünf Monaten um rund 34 Prozent

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,50 Euro | Kursziel: 2,00 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**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:** 1,50 Euro  
**Marktsegment:** Freiverkehr Düsseldorf  
**Aktienzahl:** 49,0 Mio. Stück  
**Market Cap:** 73,5 Mio. Euro  
**Enterprise Value:** 256,0 Mio. Euro

**Free-Float:** ca. 91 % (01/2018)  
**Kurs Hoch/Tief (12 M):** 1,633 Euro / 1,44 Euro  
**Ø Umsatz (Düs, 12 M):** 41,6 Tsd. Euro

Vor allem aufgrund der europaweit schwachen Windverfügbarkeit ist die Produktion von ABO Invest im Geschäftsjahr 2017 um 2,6 Prozent auf 295 Mio. kWh zurückgegangen, womit der Normwert von 330 Mio. kWh deutlich verfehlt wurde. Infolgedessen ist der Konzernumsatz um 4,6 Prozent auf 26,4 Mio. Euro (SMC-Schätzung: 26 Mio. Euro) zurückgegangen, was aber, ebenso wie das EBITDA mit 19 Mio. Euro (-6,5 Prozent, Schätzung: 18,7 Mio. Euro), leicht über unseren Erwartungen gelegen hat. Während diese Ergebnisse gemessen am Potenzial des Portfolios enttäuschend waren, konnte im Bestandsausbau durch den Kauf eines finnischen Windparks mit 23,1 MW im letzten Dezember ein großer Fortschritt erzielt werden. Im März dieses Jahres wurde zudem der Anteil am Windpark Weilrod von 80 auf 100 Prozent aufgestockt, womit die installierte Leistung um weitere 3,4 MW auf nun 155,7 MW zugelegt hat. Das Produktionspotenzial unter durchschnittlichen Windbedingungen und bei einer technischen Verfügbarkeit von 97 Prozent beträgt nun 408 Mio. kWh, gleichbedeutend mit einem Umsatz von ca. 36 Mio. Euro. Dieser dürfte im laufenden Jahr aber nicht erreicht werden, denn in den ersten fünf Monaten hat die Stromproduktion zwar um 34 Prozent zugelegt, doch sie blieb damit erneut unter dem Normwert.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	29,2	27,7	26,4	33,9	35,7	36,4
EBITDA (Mio. Euro)	21,8	20,6	18,9	25,1	26,7	27,2
Jahresüberschuss	-4,0	-3,1	-3,3	-1,5	0,3	1,4
EpS	-0,06	-0,05	-0,07	-0,03	0,01	0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	58,5%	-5,1%	-4,6%	28,3%	5,3%	2,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	329,3%
KUV	2,71	2,65	2,78	2,17	2,21	2,17
KGV	-	-	-	-	242,9	56,6
KCF	3,3	5,5	6,5	4,1	3,7	3,5
EV / EBITDA	11,7	12,4	13,5	10,2	9,8	9,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Produktion deutlich unter Potenzial

Die Produktion von ABO Invest hat im Geschäftsjahr 2017 die Erwartungen aufgrund mehrerer Sonderfaktoren deutlich verfehlt. Die größte Belastung stellte eine europaweit unterdurchschnittliche Windverfügbarkeit dar, die dazu führte, dass fast alle Windparks – zum Teil deutlich – unter ihren Prognosewerten lagen. Hinzu kamen Ausfälle in Irland in Höhe von geschätzten 13 Mio. kWh aufgrund von Arbeiten an den Stromnetzen, die vom Netzbetreiber nur teilweise ersetzt wurden. Eine weitere größere Einbuße in Höhe von ca. 5,3 Mio. kWh resultierte aus unerwartet hohen Abschaltungen wegen Vereisung an zwei Standorten, außerdem führte ein Rotorblattschaden zu einer Minderproduktion von 0,8 Mio. kWh in Finnland. In Summe der Effekte reduzierte sich die Portfolioproduktion um 2,6 Prozent auf rund 295 Mio. kWh. Unter der Voraussetzung durchschnittlicher Windbedingungen hatte das Management dagegen 330,9 Mio. kWh erwartet.

## Deckungsbeiträge fehlen

Die unterplanmäßige Entwicklung der Produktion hat sich entsprechend in den Erlösen des Konzerns niedergeschlagen. Während auf Basis des Bestands unter Normbedingungen ein Anstieg des Umsatzes auf 30,3 Mio. Euro möglich gewesen wäre, wurden letztlich nur 26,4 Mio. Euro generiert, was einem Rückgang zum ebenfalls relativ windschwachen Vorjahr von 4,6 Prozent entsprach. ABO Invest verfügt über keine nennenswerten Stellgrößen, um derartige Einbußen auf der Kostenseite zu kompensieren. Infolgedessen schlagen fehlende Deckungsbeiträge direkt auf das Ergebnis durch. Die Erlösminderung um 1,27 Mio. Euro machte sich in einer Reduktion des EBITDA um 1,31 Mio. Euro (oder -6,5 Prozent) auf 19 Mio. Euro bemerkbar. Da die Abschreibungen nach dem im Jahr 2016 erfolgten Verkauf des Windparks Clamecy mit 15,7 Mio. Euro um 0,5 Mio. Euro unter dem Vorjahreswert lagen, wurde der Effekt auf das EBIT etwas gedämpft. Dennoch musste ein EBIT-Rückgang um 0,84 Mio. Euro oder 20,3 Prozent auf 3,3 Mio. Euro hingenommen werden. Auf der Ebene des Nettoergebnisses konnte die Verschlechterung sogar auf 0,25 Mio. Euro (auf -3,3 Mio. Euro) begrenzt werden, wozu eine deutliche Verbes-

serung des Finanzergebnisses beigetragen hat (-5,9 Mio. Euro nach -6,8 Mio. Euro im Vorjahr).

Geschäftszahlen	2016	2017	Änderung
Umsatz	27,68	26,42	-4,6%
EBITDA	20,31	18,99	-6,5%
EBIT	4,12	3,29	-20,3%
EBT	-2,33	-2,66	-
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	-3,08	-3,33	-

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

## Operativer Cashflow trotzdem hoch

Das rückläufige Ergebnis hat auch den operativen Cashflow beeinflusst. Zudem gab es einen Sondereffekt von -0,8 Mio. Euro, da der französische Netzbetreiber die Zahlungen für den Monat November einige Tage später als üblich und damit erst Anfang Januar geleistet hat. In Summe reduzierte sich der Zahlungsmittelüberschuss aus dem laufenden Betrieb um 2,7 Mio. Euro auf 17,2 Mio. Euro. Dem stand ein Investitions-Cashflow von -4,5 Mio. Euro (Vorjahr: +3,8 Mio. Euro) gegenüber, der maßgeblich geprägt wurde von Auszahlungen für den Erwerb des finnischen Windparks Haapajärvi II. Das zugehörige Projektvolumen war mit 57,3 Mio. Euro ungleich höher, die zusätzliche Finanzierung ist aber im Rahmen der Bilanzkonsolidierung außerhalb der Cashflow-Rechnung erfasst worden. Im Finanzierungs-Cashflow wurden hingegen nur planmäßige Zins- und Tilgungsdienste (-16,9 Mio. Euro) sowie Zuflüsse aus Barkapitalerhöhungen (7,2 Mio. Euro) und Kreditaufnahmen (1 Mio. Euro) erfasst, was zu einem Saldo von -8,8 Mio. Euro führte. In Summe konnte die Konzernliquidität von 9,1 auf 13,0 Mio. Euro gesteigert werden, während die Barmittel der ABO Invest AG isoliert betrachtet von 1,3 auf 4,0 Mio. Euro zugenommen haben.

## Weitere Investitionen

Mit dem Kauf des Windparks Haapajärvi II hat ABO Invest das Portfolio im letzten Jahr deutlich, um 23,1 MW auf 152,3 MW, ausgebaut. Das Unternehmen profitierte dabei davon, dass mit Haapajärvi I in un-

mittelbarer Nachbarschaft bereits zwei Windanlagen betrieben wurden. Während der Gesellschaft die marktüblichen Eigenkapitalrenditen für ein Neuinvestment derzeit meist zu niedrig sind, sorgten operative und finanzielle Synergien in diesem Fall für eine attraktive Rentabilität. Ein erster Zukauf im laufenden Jahr fällt ebenfalls sehr synergetisch aus. Das Unternehmen konnte den Anteil am Windpark Weilrod mit einer installierten Leistung von 16,8 MW im März von 80 auf 100 Prozent aufstocken. Damit ist das Portfolio um weitere 3,4 MW auf nunmehr 155,7 MW gewachsen. Weitere Investitionen werden künftig erstmals auch in Solaranlagen in Deutschland und dem europäischen Ausland erfolgen, wenn diese eine Eigenkapitalrendite von mindestens 5 Prozent bieten. Dieser Schritt ist unter Portfoliogesichtspunkten sinnvoll, da das unterschiedliche Produktionsprofil von Wind- und Solarparks für eine Glättung des Cashflows im Jahresverlauf sorgt. Weiterhin im Fokus der Gesellschaft steht auch der Bereich Repowering. Der Windpark Wennerstorf aus dem Bestand könnte an den Partner ABO Wind zu diesem Zweck veräußert

werden. ABO Invest würde dafür eine Entschädigung für entgehende Cashflows sowie eine Beteiligung an der Entwicklungsmarge erhalten, verbunden mit einem Vorkaufsrecht für den repowerten Windpark Wennerstorf II.

## Produktionspotenzial stark gewachsen

Inklusive Wennerstorf (vor Repowering) beträgt die Normproduktion des Portfolios unter der Annahme einer durchschnittlichen Windverfügbarkeit sowie einer gemittelten technischen Verfügbarkeit von 97 Prozent derzeit etwa 408 Mio. kWh, gegenüber 330 Mio. kWh im Vorjahr. Neben dem neuen finnischen Windpark (Beitrag +73,2 Mio. kWh) ist darin auch schon die Aufstockung an Weilrod (+10,5 Mio. MWh) berücksichtigt. Die Normwerte für Windparks aus dem Bestand werden üblicherweise nach den ersten fünf Produktionsjahren oder als Reaktion auf neue Erkenntnisse angepasst. Eine moderate Kürzung von 18,9 Mio. kWh (2017) auf 17,7 Mio. kWh (2018) wurde im Rahmen der Fünfjahresprüfung für Souilly vorgenommen, während der Wert von Saint

Windparks	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh***				Änderung in %	Produktion seit
			2016	2017	1-5 2017	1-5 2018		
Glenough	35,0	IE	105,9	91,4	43,4	45,0	3,8%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	18,7	17,4	8,0	8,5	5,9%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	18,3	17,3	7,6	9,7	28,1%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	15,9	16,4	7,2	8,6	20,4%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,1	8,1	3,6	4,2	16,9%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	35,9	34,3	15,1	17,4	15,3%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	9,6	11,0	4,4	5,1	15,4%	2009
Losheim	4,5	DE	4,5	5,1	2,3	3,1	33,8%	Jun 14*
Düngenheim	4,0	DE	6,6	7,1	2,6	3,1	20,8%	2009
Framersheim II	3,4	DE	5,9	7,0	2,6	3,2	24,0%	Sep 13
Broich	2,4	DE	3,9	4,2	1,8	1,9	8,6%	2007
Weilrod	16,8	DE	32,2	34,0	13,1	17,9	36,7%	Feb 15*
Wennerstorf****	5,0	DE	2,7	5,8	2,5	3,1	22,7%	Jun 16*
Haapajärvi I+II	29,7	FI	18,8	18,6	9,2	35,2	284,2%	Jul15+Dez17*
<b>Biogas: Samswegen</b>	0,8	DE	5,9	5,2	2,5	2,5*****	0,0%	2010**
<b>Summe</b>	<b>155,7</b>		<b>292,9</b>	<b>283,0</b>	<b>125,7</b>	<b>168,5</b>	<b>34,0%</b>	

\* Kaufdatum (in Finnland von Haapajärvi II)

\*\* Anlage grundlegend überarbeitet

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

\*\*\*\* Werte umgerechnet auf Beteiligungsquote von 96,8 Prozent

\*\*\*\*\* Maiwert geschätzt

Quelle: Unternehmen

Nicolas des Biefs wegen unerwartet hoher Eisabschaltungen von 42,1 auf 39,9 Mio. kWh gekürzt wurde.

## Breite Prognosespanne

Im Fall eines durchschnittlichen Windjahres mit 97-prozentiger technischer Verfügbarkeit der Anlagen rechnet das Management mit Erlösen von 36 Mio. Euro. Als Reaktion auf die erhöhte Volatilität der Windverfügbarkeit in den letzten Jahren hat das Unternehmen für 2018 jedoch eine breite Zielspanne für Produktion und Umsatz von 367 bis 420 Mio. kWh bzw. 32 bis 37 Mio. Euro ausgegeben. Daraus resultiert eine Range für das um Sonderfaktoren bereinigte EBITDA von 24 bis 28 Mio. Euro, wobei 27 Mio. Euro mit Erlösen auf Normniveau korrespondieren würden. Das Zinsergebnis dürfte plangemäß in etwa auf Vorjahresniveau liegen (-6,0 gegenüber -5,9 Mio. Euro), so dass der Vorsteuergewinn zwischen -1,5 und +2,5 Mio. Euro betragen sollte (bei Normproduktion: +1,6 Mio. Euro).

## In den ersten fünf Monaten unter Norm

Die Entwicklung der ersten fünf Monate legt nahe, dass der Normwert im Gesamtjahr wahrscheinlich nicht mehr erreicht werden dürfte. Zwar konnten die

meisten Windparks ihre Produktion in diesem Zeitraum in Relation zu den schwachen Vorjahreswerten zweistellig steigern (siehe Übersicht auf der vorherigen Seite). Zusammen mit dem zusätzlichen Beitrag des neuen finnischen Windparks und des erhöhten Anteils an Weilrod (ab 1. April) führte das von Januar bis Mai zu einer Produktionssteigerung um 34 Prozent auf 168,5 Mio. kWh (Daten laut Website mit pauschalen Leitungsverlusten). Aber der Mai war fast im gesamten Portfolio ein sehr schwacher Monat, so dass der kumulierte Output von elf Windparks in diesem Jahr bislang – zum Teil deutlich – unter den Normwerten lag, wohingegen nur drei Objekte die Erwartungen übertreffen konnten. Insbesondere die negative Abweichung der Schwergewichte Glenough (Irland) sowie Haapajarvi I+II (Finnland) fällt stark ins Gewicht.

## Aktualisierung der Schätzungen

Wir hatten zuletzt für 2018 mit einem Abschlag auf den Produktionsnormwert von 3 Prozent gearbeitet und daraus einen Umsatz von 35 Mio. Euro abgeleitet. Nach den Fünfmonatsdaten rechnen wir nun mit einem Abschlag von 6 Prozent und leiten daraus eine neue Erlösschätzung von 33,9 Mio. Euro ab. Die An-

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	33,9	35,7	36,4	37,1	37,8	37,7	36,6	36,1
Umsatzwachstum		5,3%	2,0%	2,0%	1,9%	-0,4%	-2,9%	-1,5%
EBIT-Marge	16,7%	19,6%	20,9%	22,1%	22,8%	23,8%	23,8%	23,7%
<b>EBIT</b>	<b>5,7</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>8,5</b>
Steuersatz	0,0%	0,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,8	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>NOPAT</b>	<b>5,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	19,4	19,7	19,6	19,5	19,7	19,4	18,8	18,6
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>25,3</b>	<b>26,9</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>27,2</b>	<b>27,3</b>	<b>26,5</b>	<b>26,1</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1
- Investitionen AV	-4,0	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	0,8	0,8	0,8
<b>Free Cashflow</b>	<b>21,0</b>	<b>24,2</b>	<b>24,0</b>	<b>24,1</b>	<b>24,5</b>	<b>28,1</b>	<b>27,3</b>	<b>26,9</b>

SMC Schätzmodell

teilsaufstockung an Weilrod spielt dabei keine Rolle, da der Windpark schon zuvor voll konsolidiert wurde (Effekte gibt es daher nur bei den Minderheitsanteilen). Der geringere Umsatz wirkt sich entsprechend auf unsere Ertragsschätzungen aus: das EBITDA sehen wir nun bei 25,1 Mio. Euro (zuvor: 26,2 Mio. Euro), das EBIT bei 5,7 Mio. Euro (zuvor 6,7 Mio. Euro) und das Nettoergebnis bei -1,5 Mio. Euro (zuvor -0,4 Mio. Euro). Ab 2019 rechnen wir weiterhin mit einem Abschlag auf den Produktionsnormwert von 3 Prozent. Wir unterstellen nach wie vor den Kauf eines potenziellen Repowering-Projekts in diesem Jahr (sowie weiterer in den Folgeperioden), für das Erlösbeiträge aber erst ab 2019 kalkuliert wurden. Investitionen in Solarprojekte haben wir mangels valider Daten noch nicht einkalkuliert. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2025 ist zudem den Tabellen im Anhang zu entnehmen.

### Rahmendaten unverändert

Für den Terminal Value rechnen wir weiterhin mit einem Sockelumsatz von 20 Mio. Euro, einer EBIT-

Marge von 10 Prozent und einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Unverändert gelassen haben wir auch den Diskontierungszinssatz: Auf der Grundlage der Annahme eines Betafaktors von 0,75, eines risikolosen Zinses von 2,5 Prozent, einer Risikoprämie von 5,4 Prozent, eines Ziel-FK-Anteils von 80 Prozent und eines FK-Zinses von 4,0 Prozent liegen die gewichteten Kapitalkosten (WACC) unseres Modells bei 3,9 Prozent.

### Kursziel weiterhin 2,00 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 105 Mio. Euro, bzw. 1,99 Euro je Aktie. Dabei haben wir wie zuvor zusätzliche Aktienemissionen für den Kauf von älteren Windparks, die als Repowering-Kandidaten in Frage kommen, im Umfang von insgesamt 3,7 Mio. Stück einkalkuliert und infolgedessen mit einer voll verwässerten Stückzahl von 52,7 Mio. Stück gerechnet. Die leichte Absenkung gegenüber dem zuvor ermittelten fairen Wert (2,02 Euro) resultiert aus der Absenkung der Schätzungen für 2018. Das Kursziel bleibt damit trotzdem unverändert bei 2,00 Euro. Auch das Prognoserisiko stufen wir nach wie vor mit drei von sechs möglichen Punkten als leicht unterdurchschnittlich ein.

## Fazit

---

Das letzte Geschäftsjahr war für ABO Invest aufgrund einer schwachen Windverfügbarkeit relativ enttäuschend. Dennoch hat das Unternehmen auch zwei unterdurchschnittliche Windjahre in Folge gut verkraftet und den Ausbau des Portfolios wie anvisiert fortgesetzt. Mit dem Erwerb eines zweiten Windparks in Finnland mit einer Kapazität von 23,1 MW gelang sogar ein großer Sprung.

Auch in diesem Jahr hat ABO Invest schon wieder eine Investition getätigt und den Anteil am Windpark Weilrod von 80 auf 100 Prozent erhöht. Binnen Jahresfrist konnte das Portfolio damit von 129,2 auf 155,7 MW ausgeweitet werden. Damit einher ging eine deutliche Steigerung des Produktionspotenzials unter durchschnittlichen Windbedingungen von 330 auf 408 Mio. kWh.

Dieses Potenzial wird das Unternehmen im laufenden Jahr voraussichtlich nicht voll ausschöpfen können. Zwar haben viele Windparks aus dem Bestand in den ersten fünf Monaten die Produktion zum Vorjahr zweistellig gesteigert, was zusammen mit den Effekten aus den neuen Investitionen zur einer Output-Steigerung um 34 Prozent auf 168,5 Mio. kWh geführt hat.

Aber der Mai war für fast alle Windparks im Bestand ein sehr schwacher Monat, so dass die Portfolioproduktion in den ersten fünf Monaten deutlich unter dem Normwert lag.

Wir kalkulieren nun damit, dass der Jahres-Output den durchschnittlichen Potenzialwert um 6 Prozent unterschreiten wird. Nichtsdestotrotz würde daraus nach unseren Berechnungen eine Steigerung der Erlöse und des EBITDA um 28,3 Prozent auf 33,9 Mio. Euro bzw. 32,4 Prozent auf 25,1 Mio. Euro resultieren. Das Nettoergebnis sehen wir in diesem Fall mit -1,5 Mio. Euro noch im negativen Bereich, aber in Relation zum Vorjahreswert von -3,3 Mio. Euro deutlich verbessert.

Da wir ab 2019 weiterhin mit einem vorsichtigen Abschlag auf den Normwert der Erlöse von 3 Prozent rechnen, hat die Anpassung für das laufende Jahr den fairen Wert nur minimal von 2,02 auf 1,99 Euro gesenkt, woraus wir ein unverändertes Kursziel von 2,00 Euro je Aktie ableiten. Ein daraus resultierendes Aufwärtspotenzial von ca. 30 Prozent rechtfertigt weiterhin die Einstufung mit „Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	222,0	206,1	188,9	171,8	154,7	137,5	117,3	97,7	78,4
1. Immat. VG	9,3	10,0	9,6	9,2	8,8	8,4	8,0	7,6	7,2
2. Sachanlagen	212,4	195,8	179,0	162,3	145,7	128,9	109,1	90,0	71,0
II. UV Summe	19,3	25,2	33,0	42,1	51,9	56,1	67,2	81,2	95,4
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	40,0	39,5	41,3	44,2	48,0	51,0	54,9	59,2	63,7
II. Mezzanine Kapital	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3
<b>IV. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	162,2	162,5	152,2	142,2	132,1	121,8	110,0	100,9	91,9
2. Kurzfristiges FK	32,9	22,9	21,7	20,7	19,6	18,5	17,2	16,2	15,2
<b>BILANZSUMME</b>	<b>241,8</b>	<b>231,8</b>	<b>222,4</b>	<b>214,4</b>	<b>207,1</b>	<b>194,1</b>	<b>185,0</b>	<b>179,5</b>	<b>174,2</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	26,42	33,88	35,69	36,41	37,13	37,85	37,70	36,61	36,05
EBITDA	18,94	25,08	26,70	27,23	27,76	28,28	28,40	27,56	27,14
EBIT	3,25	5,66	7,00	7,61	8,21	8,62	8,98	8,72	8,55
EBT	-2,66	-0,62	1,18	2,50	3,64	4,60	5,57	5,96	6,40
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,44	-1,47	0,33	1,40	2,24	3,06	3,89	4,22	4,59
JÜ	-3,33	-1,47	0,33	1,40	2,24	3,06	3,89	4,22	4,59
EPS	-0,07	-0,03	0,01	0,03	0,05	0,06	0,08	0,09	0,09
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	17,16	24,09	26,06	26,67	27,08	27,65	27,96	27,29	27,12
CF aus Investition	-4,54	-3,98	-2,48	-2,48	-2,48	-2,48	0,77	0,77	0,77
CF Finanzierung	-8,77	-14,46	-15,93	-15,27	-14,98	-21,20	-17,53	-13,96	-13,63
Liquidität Jahresanfa.	9,12	12,96	18,61	26,26	35,18	44,79	48,75	59,95	74,05
Liquidität Jahresende	12,96	18,61	26,26	35,18	44,79	48,75	59,95	74,05	88,30

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-4,6%	28,3%	5,3%	2,0%	2,0%	1,9%	-0,4%	-2,9%	-1,5%
EBITDA-Marge	71,7%	74,0%	74,8%	74,8%	74,8%	74,7%	75,3%	75,3%	75,3%
EBIT-Marge	12,3%	16,7%	19,6%	20,9%	22,1%	22,8%	23,8%	23,8%	23,7%
EBT-Marge	-10,1%	-1,8%	3,3%	6,9%	9,8%	12,1%	14,8%	16,3%	17,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	-12,6%	-4,3%	0,9%	3,8%	6,0%	8,1%	10,3%	11,5%	12,7%

# 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.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

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.

### *1) 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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 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 oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) 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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 05.06.2018 um 7:25 Uhr fertiggestellt und am 05.06.2018 um 7:30 Uhr veröffentlicht.

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 auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um 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 Bewertungsverfahren 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
10.04.2018	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
18.01.2018	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
11.10.2017	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
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)

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

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.