

ecotel communication

Reuters: E4DG.F

Bloomberg: E4C:GR

Jetzt beginnt die Erntezeit

Angesichts einer von uns erwarteten Kursperformance (ohne Einbeziehung der zwischenzeitlich vereinnahmten Dividenden) von rund 80,2% nehmen wir die Aktien der ecotel communication AG mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf. Unser Kursziel ergibt sich aus einem dreistufigen Discounted-Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsmethode), für das wir im Base-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 31,00 je Aktie ermitteln. In einer Monte-Carlo-Analyse haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt und errechnen Werte des Eigenkapitals in einer Bandbreite zwischen EUR 15,70 und 51,80 je Aktie. Ein alternativ herangezogenes Wertschöpfungsmodell (Sekundärbewertungsmethode) unterstützt die Bewertungsergebnisse des DCF-Modells.

Telekommunikationsanbieter mit Multi-Carrier-Konzept

Mit rund 300 Mitarbeitern ist die 1998 gegründete ecotel communication (ecotel) ein in Deutschland tätiger, netzunabhängiger Informations- und Telekommunikationstechnologieanbieter, der sich auf das Angebot von Sprach- und Datendiensten fokussiert hat. Das Unternehmen ist in vier, sich zum Teil ergänzenden Geschäftsbereichen tätig, mit denen schwerpunktmäßig kleine und mittelständische Unternehmen angesprochen werden, die häufig von den etablierten Telekommunikationskonzernen vernachlässigt werden. Aktuell betreut die ecotel-Gruppe bundesweit mehr als 50.000 Kunden und stellt 50.000 Datenanschlüsse sowie über 360.000 Sprachkanäle bereit.

Anhebung der Guidance erwartet

Durch die im Jahr 2018 strategisch eingeleitete Verschiebung des Geschäftsschwerpunkts hin zu den margenstarken und einander ergänzenden Segmenten Geschäftskunden und easybell wird ecotel seine Ertragslage in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung weiter signifikant verbessern. Bereits im vergangenen Jahr hat ecotel mit EUR 11,6 Mio. (+32,7% YoY) das höchste EBITDA der Unternehmensgeschichte erzielt. Für das laufende Jahr gehen wir mit unserer Base-Case-Prognose von EUR 14,2 Mio. über die vom Vorstand in Aussicht gestellte Bandbreite hinaus, die ein EBITDA in einer Bandbreite zwischen EUR 12 und 14 Mio. vorhersieht.

Aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik

Aufgrund eines als „asset-light“ zu charakterisierenden Geschäftsmodells – womit ecotel im Gegensatz zur ansonsten kapitalintensiven Telekommunikationsindustrie steht – gehen wir zudem davon aus, dass ecotel seine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik fortsetzen und weiterhin mindestens 50% des Nachsteuerergebnisses ausschütten wird. Basierend auf unseren Prognosen des Geschäftsjahres 2023e wird die ecotel-Aktie derzeit mit einer Dividendenrendite von 4,1% gehandelt.

Rating: Buy **Risiko:** Niedrig
Kurs: EUR 17,20
Kursziel: EUR 31,00

WKN / ISIN: 585434 / DE0005854343

Indizes: -

Transparenzlevel: Deutsche Börse Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 3,510 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 60,4 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 2.500 Aktien

HV für das Geschäftsjahr 2020: 08. Juli 2021

GuV (EUR Mio.)	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	98,3	96,4	100,3	107,1
EBITDA	11,6	14,2	16,5	18,7
EBIT	4,0	6,7	9,2	11,8
EBT	3,8	6,6	9,1	11,6
EAT	2,6	4,5	6,2	8,0

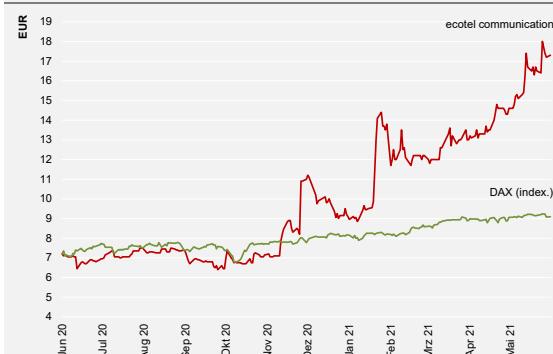
% der Umsätze	2020	2021e	2022e	2023e
EBITDA	11,8%	14,7%	16,4%	17,5%
EBIT	4,1%	7,0%	9,2%	11,1%
EBT	3,8%	6,8%	9,0%	10,9%
EAT	2,7%	4,7%	6,2%	7,5%

Je Aktie (EUR)	2020	2021e	2022e	2023e
EPS	0,28	0,69	1,06	1,44
Dividende	0,14	0,30	0,53	0,70
Buchwert	5,65	6,20	6,96	7,87
Cashflow	2,92	3,51	3,95	4,41

Bilanz (%)	2020	2021e	2022e	2023e
EK-Quote	43,4%	48,1%	53,3%	56,6%
Gearing	0%	0%	0%	0%

Multiples (x)	2020	2021e	2022e	2023e
KGV	31,8	25,0	16,2	11,9
EV/Umsatz	0,30	0,58	0,50	0,40
EV/EBIT	7,8	8,5	5,6	3,7
KBV	1,6	2,8	2,5	2,2

Guidance (EUR Mio.)	2021e	2022e	2023e
Umsatz	n/a	n/a	n/a
EBITDA	12,0-14,0	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

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	3
ecotel in Bildern	4
Wert des Eigenkapitals EUR 31,00 je Aktie	8
ecotel: Am Beginn der Erntephase	19
Unternehmensgeschichte, Management und Unternehmensstrategie	27
Aktionärsstruktur	31
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	33
Der deutsche Telekommunikationsmarkt	36
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen	45
Gewinn- und Verlustrechnung	54
Bilanz	62
Bilanz (normalisiert)	66
Cashflow-Statement	70
Auf einen Blick	72
Discounted Cashflow-Bewertung	76
Disclaimer	77

Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.

Executive Summary

Telekommunikationsanbieter mit Multi-Carrier-Konzept

ecotel berichtet in vier, sich zum Teil ergänzenden Geschäftsbereichen. Im hochmargigen Kernbereich **Geschäftskunden** (Umsatzanteil 2020: 47,1%) bietet ecotel bundesweit rund 15.000 kleinen und mittelständischen Unternehmen sowie einzelnen Großkunden ein breites Portefeuille aus Sprach- und Datenlösungen an. Im niedrigmargigen Geschäftsbereich **Wholesale** (Umsatzanteil 2020: 28,7%) vermarktet ecotel Vorleistungsprodukte für Sprachdienste von und an andere Telekommunikationsunternehmen. Das Berliner Unternehmen **easybell GmbH** (Umsatzanteil 2020: 21,8%), eine 51%ige Tochtergesellschaft der ecotel, setzt seinen Fokus auf die Cloud-Telefonie für kleine und mittelgroße Geschäftskunden und betreut noch etwa 30.000 Privatkunden mit Internet- und Telefonanschlüssen. Das Geschäftsmodell ist damit grundsätzlich mit dem des Segments Geschäftskunden vergleichbar, unterscheidet sich jedoch im Leistungsbedarf der adressierten Zielgruppe. Von untergeordneter Bedeutung ist die 1995 gegründete **nacamar GmbH** (Umsatzanteil 2020: 2,3%), nach eigenen Angaben einer der größten Full-Service-New-Media-Dienstleister in Deutschland.

Signifikante Umsatz- und Ergebnisverbesserung erwartet

ecotel generiert zum überwiegenden Teil Umsätze aus dem Verkauf von Sprach- und Datenlösungen an kleine und mittelständischen Unternehmen, einzelne Großkunden und Privatkunden. Die Aufwendungen sind zum größten Teil variabel, Fixkosten etwa für Personal- oder sonstige betriebliche Aufwendungen sind demgegenüber von geringerer Bedeutung. Da in den vergangenen Jahren überdies eine Umschichtung der Geschäftsaktivitäten hin zu hochmargigen Geschäftsbereichen zu beobachten war, sollte das Unternehmen nach unserer Einschätzung in den kommenden Jahren eine starke Skalierung der Ertragslage erreichen können. So rechnen wir bis zum Jahr 2025e, dem Ende unserer Detailplanungsphase, in dem von uns unterstellten Base-Case-Szenario mit einem Anstieg der Umsätze bis auf EUR 128,4 Mio. und des operativen Ergebnisses (EBITDA) auf EUR 23,4 Mio.

Sukzessive Verringerung der Wettbewerbsintensität

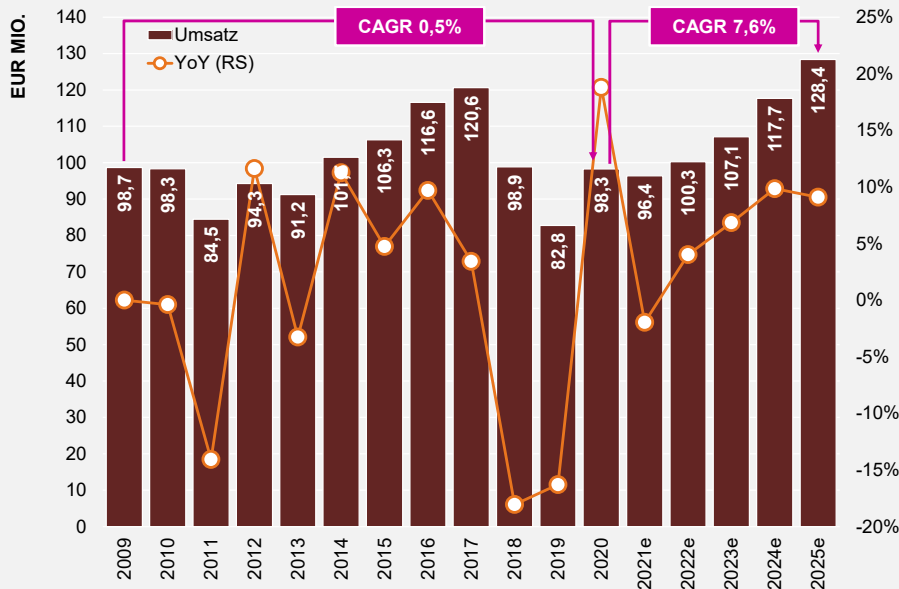
Durch den Konsolidierungsprozess der Telekommunikationsanbieter nimmt die Wettbewerbsintensität tendenziell ab. Ohnehin liegt derzeit der Fokus der Industrie eher auf dem Ausbau der Infrastruktur – sowohl im flächendeckenden Glasfasernetz als auch in der 5G-Infrastruktur. Somit hat ecotel durch die Multi-Carrier-Strategie gute Möglichkeiten, mit nahezu allen Infrastrukturanbietern zusammenzuarbeiten und die Auslastung der Netze zu forcieren. Daneben haben nicht alle Telekommunikationsanbieter im Zuge der ISDN-Abschaltung durch die Deutsche Telekom die aufwendigen Weg gewählt und versucht, ihre bestehenden Kundenbeziehungen in die neue Technologie zu migrieren. Für ecotel hat sich dadurch nach unserer Einschätzung die Wettbewerbsintensität deutlich verringert.

ecotel als mögliches Übernahmeziel

Grundsätzlich sehen wir ecotel als mögliches Übernahmeziel strategischer Investoren, denen durch einen Erwerb von ecotel der Markteintritt in den deutschen Telekommunikationsmarkt gelingen würde.

ecotel in Bildern

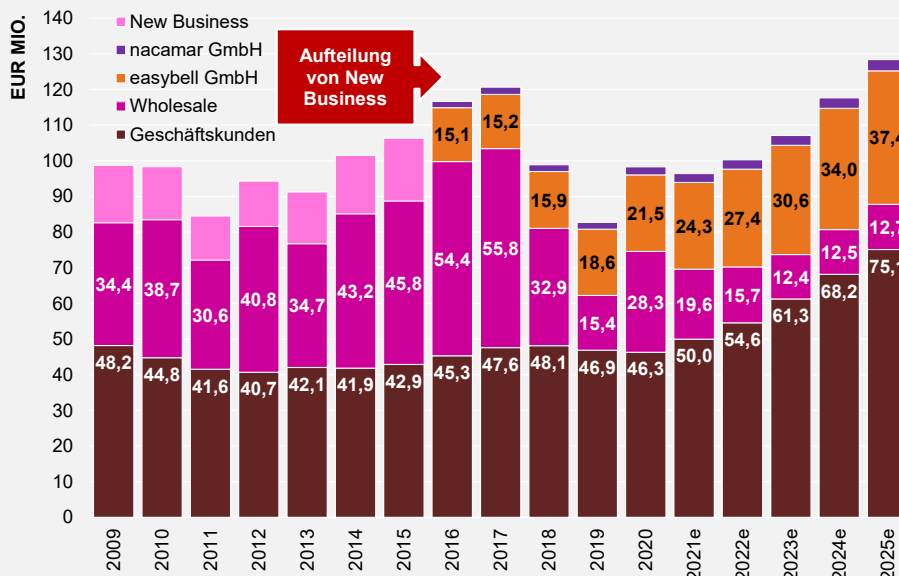
ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE, 2009-2025E



Wir gehen davon aus, dass ecotel in den kommenden Jahren die Geschäftstätigkeit deutlich ausweiten wird. In unserer Prognose rechnen wir im Jahr 2025e mit Erlösen von EUR 128,4 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 2: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2009-2025E

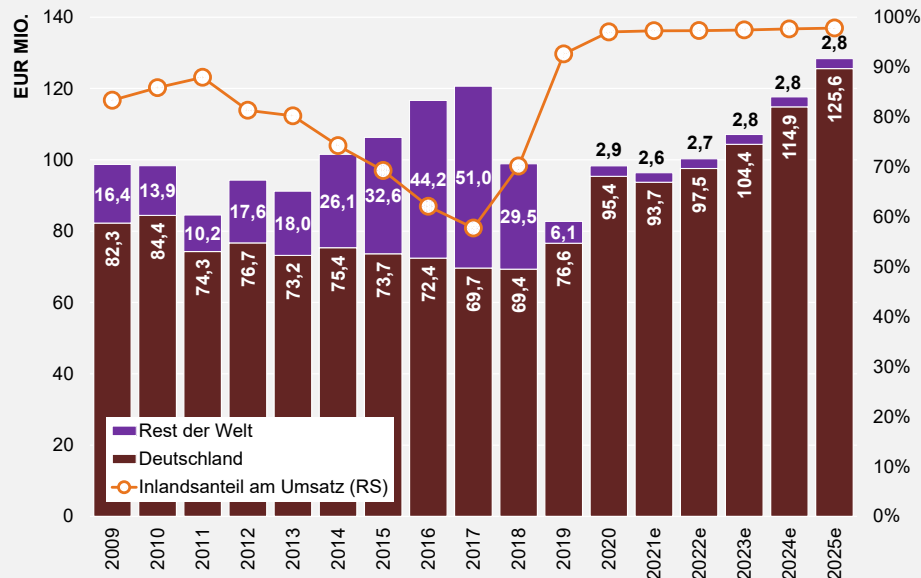


Zwischen 2009 und 2017 hat sich der Anteil der Gesamterlöse, der mit dem margenschwachen Geschäftsbereich Wholesale erwirtschaftet wird, von 34,9% auf 46,2% erhöht. Danach wurde vom Vorstand eine Änderung des Geschäftsmodells eingeleitet, in dem der Fokus auf einem Ausbau der margenstarken Segmente Geschäftskunden und easybell gelegt wurde. Für das Gesamtjahr 2021e rechnen wir mit Erlösen aus diesen beiden Bereichen in Höhe von zusammen EUR 74,3 Mio. bzw. 77,1% der Konzern Erlöse. Wir gehen davon aus, dass die Bedeutung der beiden Bereiche in den kommenden Jahren weiter steigen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ecotel in Bildern

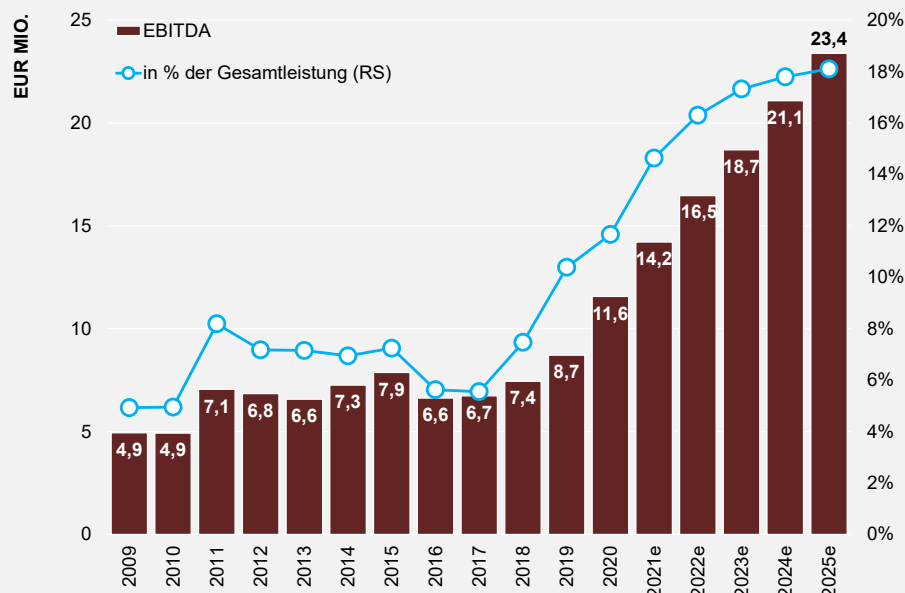
ABBILDUNG 3: UMSATZ NACH REGIONEN, 2009-2025E



Im vergangenen Jahr wurden mit EUR 95,4 Mio. rund 97,0% der Gesamterlöse in Deutschland erwirtschaftet. Dass der Auslandsanteil am Gesamtumsatz seit 2017 (42,2%) so markant zurückgegangen ist, liegt daran, dass der Geschäftsbereich Wholesale aus unserer Sicht nur dann ökonomisch sinnvoll betrieben werden kann, wenn internationale Gesprächsminuten (im Ein- oder Verkauf) vermarktet werden können. Mit rückläufigem Anteil des Wholesale-Geschäfts sind dementsprechend auch die Auslandsanteile am Konzernumsatz zurückgegangen. Nach unserer Prognose wird sich daran auch in den kommenden Jahren nichts ändern, so dass sich der Inlandsanteil am Umsatz bis 2025e bei Werten von über 97% einpendeln wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 4: EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2009-2025E

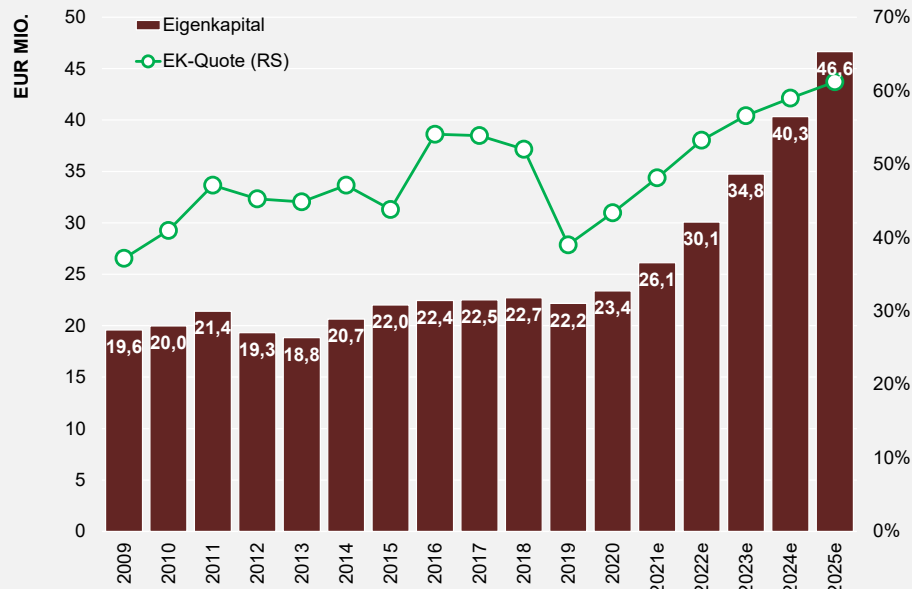


Beim Rohertrag, noch besser aber beim EBITDA wird ersichtlich, dass sich die Strategie, den Fokus auf die beiden margenstarken Bereiche Geschäftskunden und easybell zu legen, deutlich auszahlt. Zwischen 2017 und 2020 stieg das EBITDA kontinuierlich auf EUR 11,6 von 6,7 Mio. an und erreichte damit ein vorläufiges Rekordniveau. Auch die korrespondierende EBITDA-Marge erreichte im vergangenen Jahr mit 11,7% einen neuen Spitzenwert in der Konzerngeschichte. In den Jahren 2009-17 lagen die EBITDA-Margen in Größenordnungen zwischen 5% und 8%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ecotel in Bildern

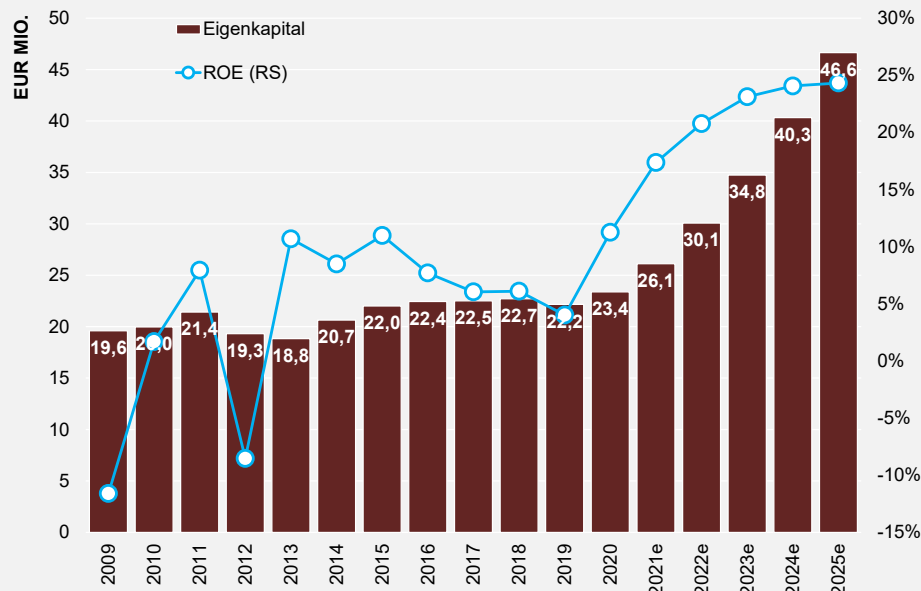
ABBILDUNG 5: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2009-2025E



Besonders bemerkenswert: Bis auf eine Ausnahme, als im Jahr 2007 eine Kapitalerhöhung gegen Sachanlage zum Erwerb zweier Tochtergesellschaften durchgeführt wurde, ist ecotel seit dem Börsengang im Jahr 2006 ohne Kapitalerhöhung ausgekommen. Seit der Einziehung von Aktien im Jahr 2014 liegt das Grundkapital der Gesellschaft bei EUR 3,510 Mio. Es setzt sich aus 3.510.000 Stück auf den Inhaber lautende Stammaktien zusammen. Der Freefloat liegt bei 19,8%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 6: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALRENDITE (ROE), 2009-2025E

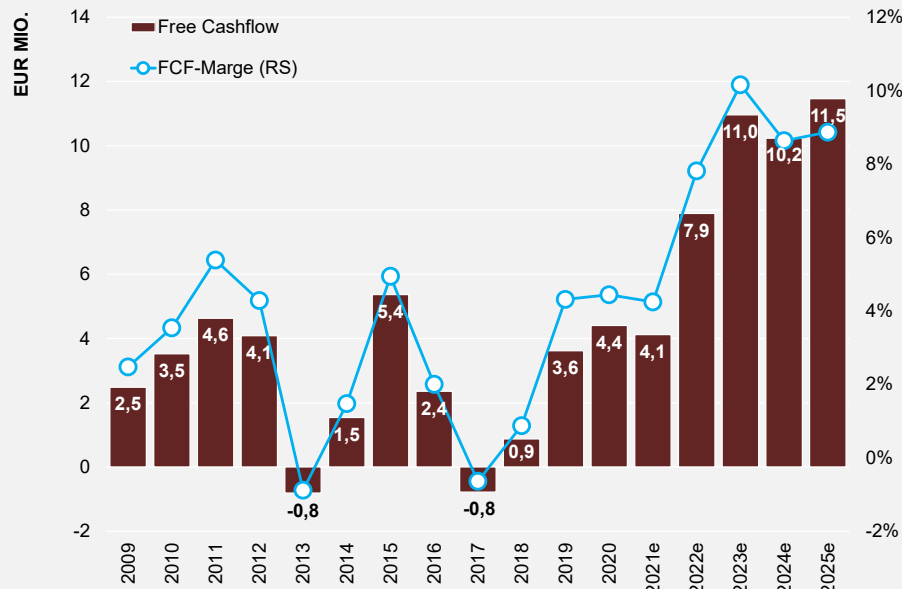


Bis 2019 lagen Eigenkapitalrenditen von ecotel im einstelligen Prozentbereich. Im vergangenen Jahr konnten mit 11,3% erstmals ein zweistelliger Wert erzielt werden. In den kommenden Jahren wird das brutto wie netto nahezu unverschuldete Unternehmen nach unseren Schätzungen von seinem erheblich skalierbaren Geschäftsmodell profitieren und die Eigenkapitalrendite deutlich ausbauen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ecotel in Bildern

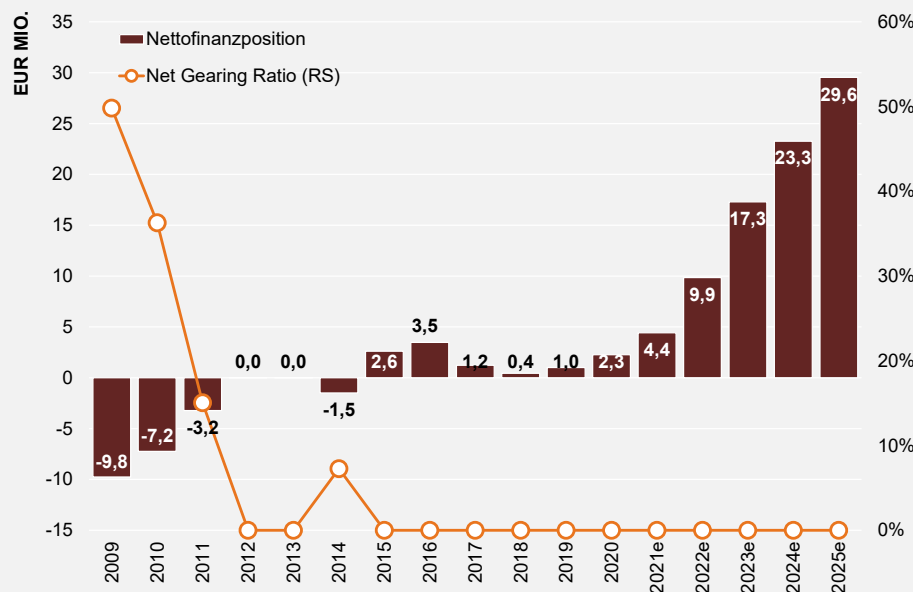
ABBILDUNG 7: FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE, 2009-2025E



In lediglich zwei der letzten zwölf Jahre war der Free Cashflow des Unternehmens negativ. Inklusive der von uns für dieses Jahr erwarteten Free Cashflows hat ecotel seit 2009 freie Cashflows von EUR 35,4 Mio. erwirtschaftet. Dabei profitiert ecotel auch von einem Geschäftsmodell, das wir in einer typischerweise kapitalintensiven Industrie als „asset-light“ charakterisieren: Sachanlageinvestitionen fallen nur in geringem Maße an, das Working Capital ist sogar negativ.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 8: NETTOFINANZPOSITION UND NET GEARING RATIO, 2009-2025E



Seit 2015 weist ecotel eine Nettofinanzposition auf, zuletzt in Höhe von EUR 2,3 Mio. Damit lag die Net Gearing Ratio seither durchweg bei 0%. Trotz der von uns erwarteten Dividendenzahlungen – wir rechnen mit einer Ausschüttungsquote von mindestens 50% des Nachsteuerergebnisses – wird sich die Nettofinanzposition bis 2025e, dem Ende unserer Detailplanungsphase, weiter auf dann EUR 29,6 Mio. erhöhen. Somit wird ecotel nach unserer Ansicht über ausreichend Finanzmittel verfügen, um auch über anorganische Wachstumsmöglichkeiten nachdenken zu können.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wert des Eigenkapitals EUR 31,00 je Aktie

Wir bewerten das Eigenkapital der am Frankfurter Prime Standard notierten ecotel communication AG auf der Basis eines dreistufigen Discounted-Cashflow-Entity-Modells (Primärbewertungsmethode) und anhand eines Wertschöpfungsmodells (Sekundärmethode). Auf eine Überprüfung des inneren Wertes aus dem DCF- und dem Wertschöpfungsmodell durch marktorientierte Peergroup-Multiples haben wir in Ermangelung von Vergleichsunternehmen mit einer ähnlichen Rendite-Risiko-Konstellation verzichtet.

Basierend auf unseren Erwartungen, dass ecotel in den kommenden Jahren von einer weiteren Verlagerung des Geschäftsschwerpunktes auf die margenstarken Segmente Geschäftskunden und easybell profitieren wird, sollten sich Umsätze und Ertragslage des Unternehmens in den kommenden Jahren weiter deutlich verbessern. Nach Ablauf der Detailplanungsphase (2025e), während der wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) der Umsätze von 5,5% unterstellt haben, geht unser DCF-Modell in die zweite Phase, die sogenannte Grobplanungsphase, über, die mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2035e endet; während der Grobplanungsphase haben wir eine Umsatz-CAGR von 1,7% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,1%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen mit 30-jähriger Restlaufzeit entspricht. Aus diesem Verfahren ergibt sich im Base-Case-Szenario ein Wert des Eigenkapitals von EUR 108,8 Mio. bzw. EUR 31,00 je Aktie. In einer Monte-Carlo-Analyse haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt und ermitteln Werte des Eigenkapitals in einer Bandbreite zwischen EUR 22,90 (10%-Quantil) und EUR 44,90 (90%-Quantil) je Aktie.

Zur Überprüfung der Ergebnisse des DCF-Modells haben wir ein Economic-Profit-Wertschöpfungsmodell erstellt, bei dem wir davon ausgehen, dass eine faire Bewertung des Unternehmens frühestens dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den damit verbundenen Kapitalkosten entspricht. Unter Zugrundelegung dieses Bewertungsverfahrens ergibt sich für ecotel auf Basis unserer Kapital- und Ertragsschätzungen ein Wert des Eigenkapitals von bis zu EUR 32,10 je Aktie – mit im Zeitablauf deutlich steigender Tendenz, was die Sinnhaftigkeit eines langfristigen Engagements in der ecotel-Aktie verdeutlicht.

Angesichts einer von uns erwarteten Kursperformance (ohne Einbeziehung der zwischenzeitlich vereinnahmten Dividenden) von rund 80,2% nehmen wir die Aktien der ecotel communication AG mit einem Buy-Rating in die Coverage auf.

Unser primäres Bewertungsverfahren für ecotel ist ein dreistufiges DCF-Entity-Modell

Dass wir zur Bewertung von ecotel ein fundamentalanalytisches Bewertungsverfahren wie das DCF-Modell heranziehen, liegt nicht nur daran, dass marktgängige Bewertungsverfahren über Börsen-Multiples in Ermangelung sinnvoller Vergleichsunternehmen – aus unserer Sicht ist ein Vergleich von ecotel mit Netzbetreibern wie Deutsche Telekom oder Vodafone schon allein aufgrund der unterschiedlichen Unternehmensgrößen sinnlos – keine validen Ergebnisse liefern, sondern auch daran, dass ecotel im Gegensatz zu den Vergleichswerten in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung seine Umsatz- und Ertragssituation signifikant verbessern wird. Angesichts der dynamischen Ertragsentwicklung sehen wir in einem langfristig angelegten standardisierten dreiphasigen Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) das geeignetste Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes.

Die externe Aufnahme von Eigenkapital ist in unserem Modell nicht vorgesehen.

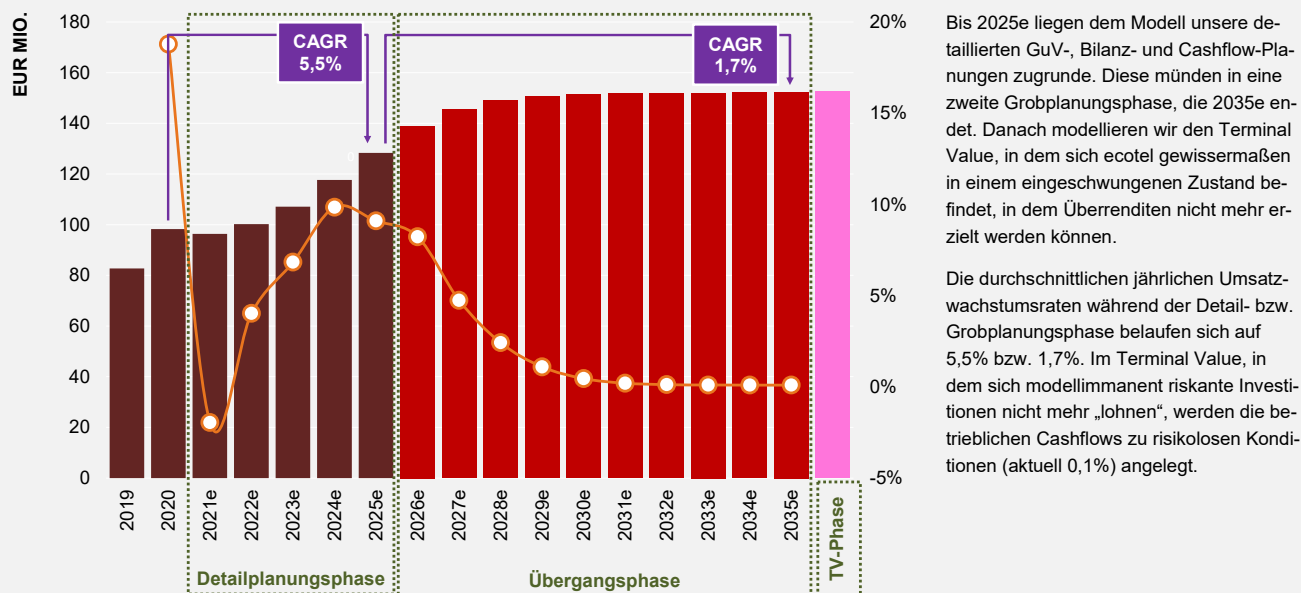
Wachstumsannahmen des DCF-Modells

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

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:
Annahmen für die Umsatzentwicklung

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (der sogenannten „**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 5,5%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige „**Grobplanungsphase**“), die 2035e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von 1,7% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen des Unternehmens einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des sog. „**Terminal Value**“, 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.

ABBILDUNG 9: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2019-2035E



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Weitere Annahmen während der Grobplanungsphase

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

- ⑤ dass die **EBIT-Margen** während der Grobplanungsphase gegenüber dem im Jahr 2026e erwarteten Wert von 13,8% (Basis: Umsatz) nur leicht zurückgehen; dabei haben wir keinen weiteren Eigenmittelzufluss von außen zugrunde gelegt, sondern ausschließlich Innenfinanzierung aus den erwirtschafteten Cashflows unterstellt;
- ⑤ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 13,0% liegen;

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

- ⊕ dass die **Minderheitsanteile** von easybell eine im Zeitablauf vergleichbare Entwicklung haben werden wie die voll-konsolidierten Geschäftsbereiche;
- ⊕ eine im Zeitablauf mit den aktuell beobachtbaren Werten vergleichbare **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch die geringe Kapitalintensität des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt;
- ⊕ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 1,10, das wir aus folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten (dabei weichen wir bewusst von den beobachteten beta-Werten ab, die bei ecotel typischerweise deutlich niedriger – laut Deutsche Börse bei unter 0,3 – liegen);

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,10
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	-0,10
Risiken der Unternehmensprognose	0,00
Markt-beta	1,00
beta	1,10

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊕ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 2,8% pro Jahr, die wir für das Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 10,0% und angesichts eines von uns abgeleiteten synthetischen Ratings von BBB (basierend auf einer EBIT-Interest Coverage Ratio 2020 von 8,4x) für realistisch ansehen;
- ⊕ dass der **Grenzsteuersatz** des Unternehmens während der Grobplanungsphase in einer Bandbreite zwischen 30,0% und 31,0% liegen wird, ein realistischer Durchschnittswert für das nahezu ausschließlich 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 zur Anwendung;
- ⊕ dass die von ecotel im Zeitraum 2021e-2025e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 8,9% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,10 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 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (2,0%) zusammensetzt. Als Dienstleistungsunternehmen mit Sitz in Deutschland dürfte sich ecotel aktuell zu vergleichsweise günstigen Fremdkapitalzinsen refinanzieren können, so dass wir trotz eines von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Ratings von BBB eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 400 Basispunkten als angemessen ansehen. Schließlich gehen wir davon aus, dass ecotel eine

Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells (Fortsetzung)

für Dienstleistungsunternehmen industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals von 75%/25% anstrebt;

TABELLE 2: WACC, 2021E-2025E

Kosten des Eigenkapitals	%	8,9%	Berechnung nach Capital Asset Pricing Model (CAPM)
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	0,1%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
Beta		1,10	Fundamentalanalytisch ermitteltes beta
Implizite Risikoprämie	%	8,0%	Aus Dividend-Discount-Modell unter Verwendung von Consensus-Schätzungen zu DAX-Gewinnen und DAX-Dividenden
Small Cap-Prämie	%	2,0%	
Managementprämie	%	2,0%	Key-Man-Risk
Liquiditätsprämie	%	0,0%	Kein Zuschlag bei Handelsvolumen von 2.000 Stück pro Tag
Transparenzprämie	%	0,0%	Kein Zuschlag bei Prime Standard-Werten
Private Company-Prämie	%	0,0%	
Early-Stage-Prämie	%	0,0%	
Pandemie-Prämie	%	0,0%	
Zielkapitalstruktur des Eigenkapitals	%	75,0%	
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	8,2%	
Kosten der Verschuldung nach Steuern		2,9%	
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	0,1%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	4,0%	Entsprechend dem CDS von BBB gerateten Small Caps-Unternehmen
Default-Spread des Heimatmarktes	%	0,0%	In Deutschland vernachlässigbar
Kosten des Fremdkapitals vor Steuern	%	4,1%	
Steuerquote	%	30,0%	Einbeziehung des FK-verursachten Tax-Shields
Zielkapitalstruktur des Fremdkapitals	%	25,0%	
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,7%	
WACC basierend auf Marktwerten	%	8,9%	Für die Detailplanungsphase 2021e-2025e

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

☹ dass ecotel in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang des beta-Faktors auf das Niveau des Marktportefolles (also 1,0) und damit der WACC von 8,9% (2021e-2025e) auf dann 5,1% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells (Fortsetzung)

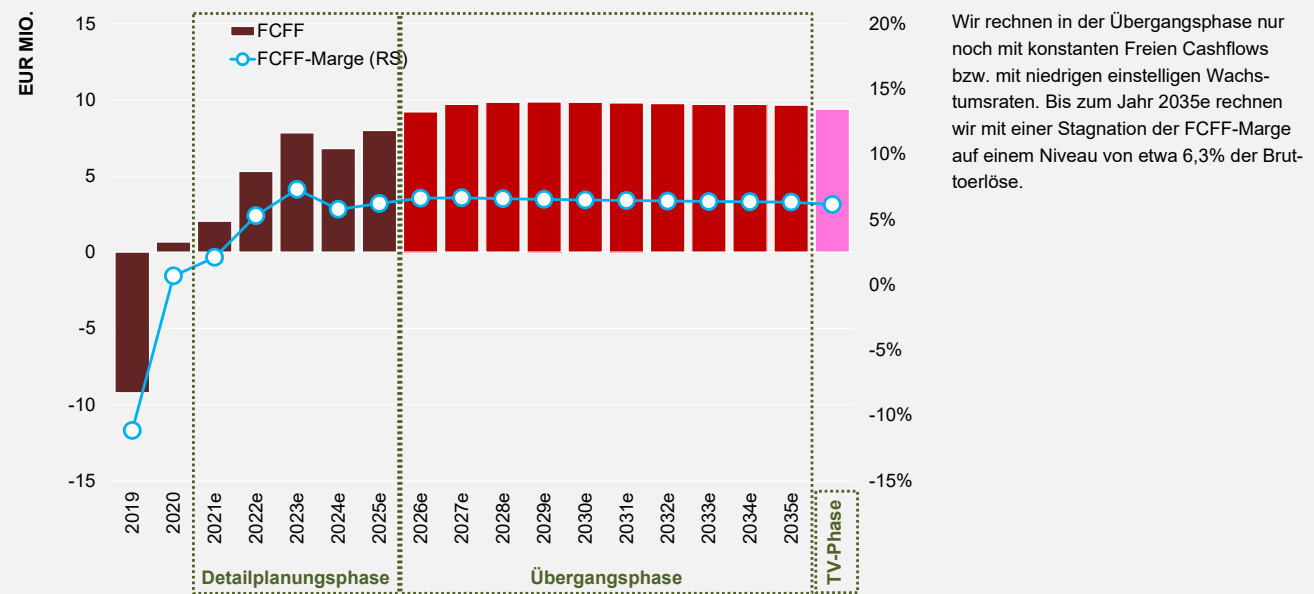
Deutlich positive Entwicklung der Freien Cashflows

Aus unserem Bewertungsmodell ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 10) Prognose der Freien Cashflows to the Firm (FCFF) für die Jahre 2021e bis 2035e. Erkennbar ist, wie ecotel nach unseren Schätzungen die Profitabilität zunächst deutlich verbessern wird, dann jedoch, nach Erreichen von Peak Earnings, auf das ursprüngliche Effizienzniveau zurückkehren wird. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir nur noch Erhaltungs- und geringe Erweiterungsinvestitionen angenommen. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann modellimmanent

Typische Lebenszykluscurve eines Unternehmens in der Wachstumsphase

unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen leichten Rückgang der Freien Cashflows to the Firm an, die dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes darstellen.

ABBILDUNG 10: FCFF UND FCFF-MARGE, 2019E-2035E



Wir rechnen in der Übergangsphase nur noch mit konstanten Freien Cashflows bzw. mit niedrigen einstelligen Wachstumsraten. Bis zum Jahr 2035e rechnen wir mit einer Stagnation der FCFF-Marge auf einem Niveau von etwa 6,3% der Bruttoerlöse.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 108,8 Mio. bzw. EUR 31,00 je Aktie

Wert des Eigenkapitals von EUR 108,8 Mio. bzw. EUR 31,00 je Aktie

Der Enterprise Value von ecotel liegt in unserem Modell bei EUR 106,7 Mio. Aus diesem werden 37,9% über den Terminal Value abgeleitet, 21,1% bzw. 41,1% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Zuzüglich der Nettofinanzposition (per Ende des Geschäftsjahres 2020) von ca. EUR 2,3 Mio. (bezogen auf das Excess Cash) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 108,8 Mio. bzw. EUR 31,00 je Aktie.

TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

			Kommentar
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	6,3%	Synthetisches B Rating mit 10% PD, 10% RR und Default Spread 400 bps
Kapitalkosten im Terminal Value	%	5,1%	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	34,2	Ab 2035e mit durchschnittlicher jährlicher Wachstumsrate (CAGR) 0,1%
in % des Enterprise Value	%	27,2%	
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	33,1	Für den Zeitraum 2021e-2025e mit Umsatz-CAGR von 5,5%
in % des Enterprise Value	%	26,3%	
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	58,6	Für den Zeitraum 2026e-2035e mit Umsatz-CAGR von 1,7%
in % des Enterprise Value	%	46,6%	
Enterprise Value	EUR Mio.	125,9	
Finanzschulden	EUR Mio.	-5,5	Daten zum 31.12.2020 (Ende des Geschäftsjahres 2020)
Excess Cash	EUR Mio.	7,8	Daten zum 31.12.2020 (Ende des Geschäftsjahres 2020)
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	128,2	Auf Sicht von 24 Monaten
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,5	
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	31,00	Auf Sicht von 24 Monaten
Aktueller Aktienkurs	EUR	17,20	
Kurspotenzial	%	80,2%	

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 nach den nachstehenden sieben Kriterien und spezifischen Standardabweichungen (σ) getestet.

TABELLE 4: SENSITIVITÄTSPARAMETER DER MONTE-CARLO-SIMULATION

		Ist	σ
Umsatzwachstumsrate in der Grobplanungsphase	%	1,7%	5,0%
Umsatzwachstumsrate im Terminal Value	%	0,1%	1,0%
EBIT-Marge Grobplanungsphase	%	12,9%	5,0%
EBIT-Marge im Terminal Value	%	12,0%	5,0%
Steuerquote Grobplanungsphase/Terminal Value	%	30,0%	2,0%
Normalisierte Sales to Capital Ratio	%	-1,00	10,0%
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	6,3%	0,7%

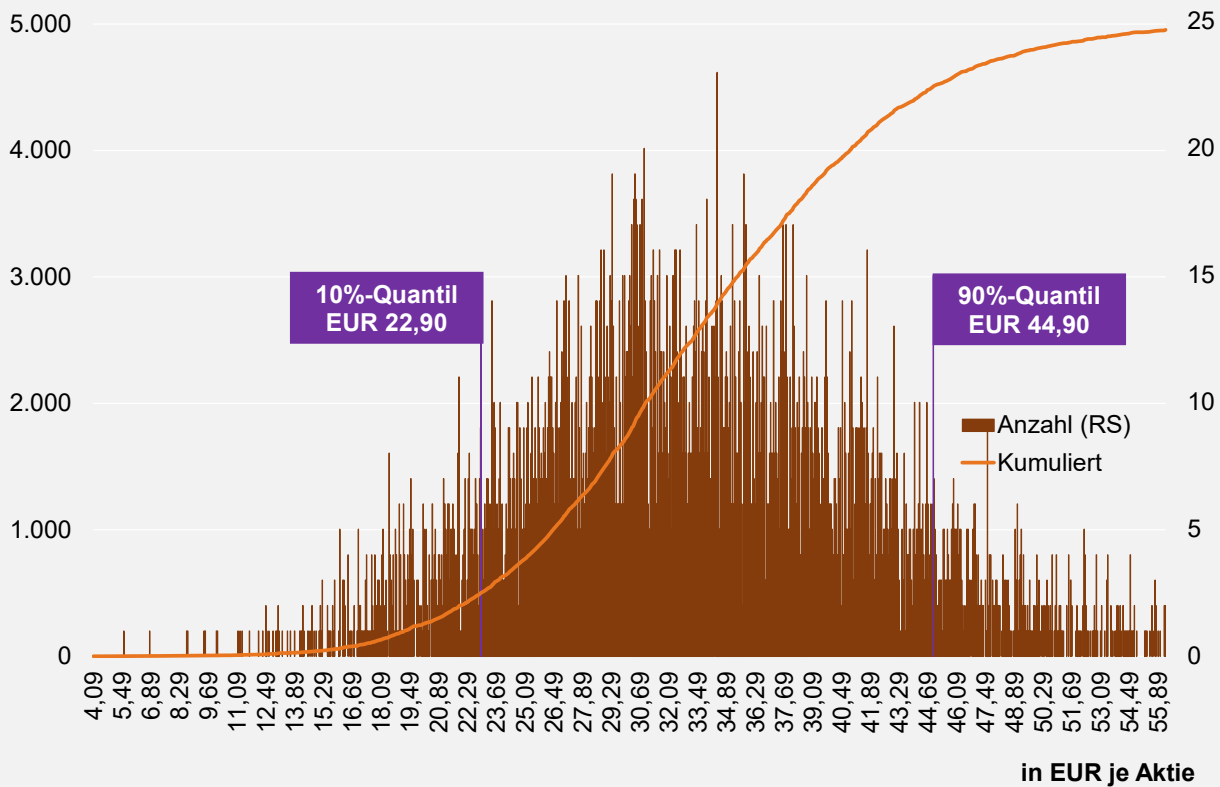
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Dabei wird zeigt sich, dass die 10%- bzw. 90%-Quantile Werte des Eigenkapitals von EUR 79,0 Mio. (EUR 22,90 je Aktie) bzw. EUR 156,2 Mio. (EUR 44,90 je Aktie) ergeben.

Monte-Carlo-Simulation mit 10%- bzw. 90%-Quantil-Kurszielen zwischen EUR 79,0 und 156,2 Mio. bzw. EUR 22,90 und EUR 44,90 je Aktie.

ABBILDUNG 11: MONTE-CARLO-SIMULATION (5.000 SIMULATIONEN)



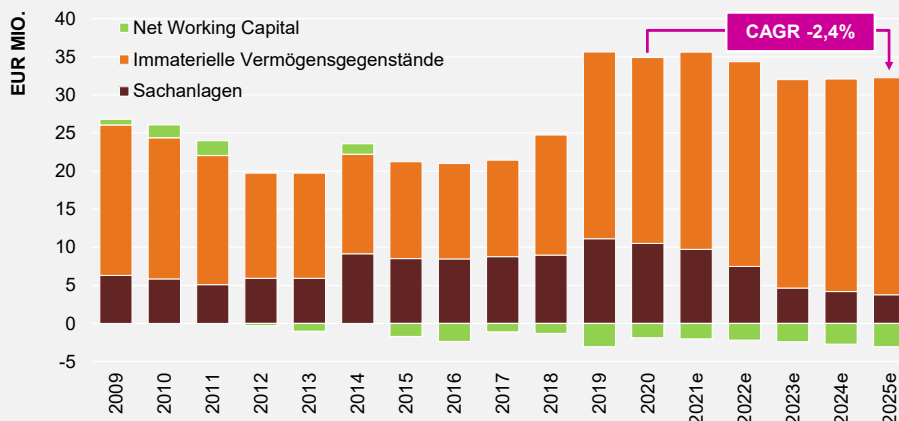
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Die Ergebnisse unseres dreiphasigen DCF-Entity-Modells haben wir anhand eines fundamentalanalytischen Wertschöpfungsmodells überprüft. Hierbei geht es um die Frage, ob und ab wann das dem Unternehmen zur Verfügung gestellte Kapital wertschöpfend eingesetzt wird und auf welchem Kursniveau diese Wertschöpfung in der intrinsischen Unternehmensbewertung widergespiegelt wird. Aus dem Wertschöpfungsmodell errechnen wir für ecotel einen Wert des Eigenkapitals von bis zu EUR 29,20 (bezogen auf die Wertschöpfungsmarge des Jahres 2025e) je Aktie. Wenn es ecotel wie von uns erwartet gelingt, die Wertschöpfungsmarge auszubauen, deutet dieses Bewertungsverfahren ab dem Jahr 2023e eine deutliche Unterbewertung der Aktie an, die sich zudem im Zeitablauf sukzessive vergrößert.

Verwendung des Wertschöpfung-Multiplikators

Zunächst gilt es zu ermitteln, ob ecotel überhaupt ein wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Hierzu ermitteln wir die Kosten des eingesetzten Kapitals und vergleichen diese mit der Rendite auf das eingesetzte Kapital. Nachfolgende Abbildung 12 zeigt die Entwicklung des aus den von uns geschätzten Bilanzdaten abgeleiteten eingesetzten Kapitals („Capital Employed“) von ecotel für die Jahre 2009 bis 2025e:

ABBILDUNG 12: EINGESETZTES KAPITAL, 2009-2025E



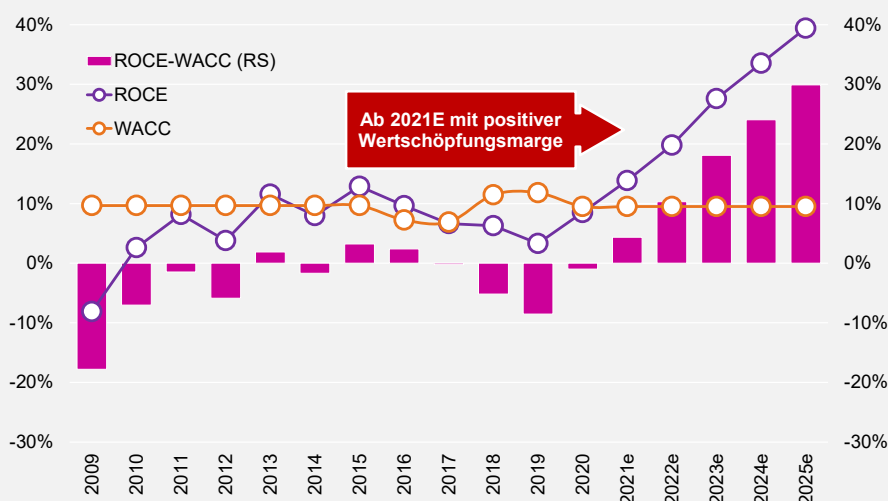
In einer bekanntermaßen kapitalintensiven Industrie kann das Geschäftsmodell von ecotel nach unserer Einschätzung als „asset-light“ beschrieben werden. Trotz des von uns für die kommenden Jahre unterstellten Anstiegs des Geschäftsvolumens rechnen wir nicht mit einem Anstieg des eingesetzten Kapitals. Wir prognostizieren in unserem Bewertungsmodell bis zum Jahr 2025e bei fortgesetztem negativem Working Capital einen Rückgang des eingesetzten Kapitals auf dann EUR 29,2 Mio. (CAGR 2020-25e -2,4%).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Rendite auf das eingesetzte Kapital

In einem zweiten Schritt ermitteln wir die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE), indem wir das adjustierte operative Ergebnis (NOPLAT) berechnen und durch das eingesetzte Kapital dividieren. Anschließend vergleichen wir die ermittelten ROCE-Werte mit den Kapitalkosten (WACC), wie wir sie im dem oben beschriebenen DCF-Modell ermittelt haben.

ABBILDUNG 13: RENDITE AUF DAS EINGESETZTE KAPITAL (ROCE), 2009-2025E



ecotel wird nach unseren Prognosen ab dem Jahr 2021e wieder eine positive Wertschöpfungsmarge aufweisen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ecotel nach 2021e mit steigender Wertschöpfungsmarge

Aus vorstehender Abbildung 13 wird ersichtlich, dass ecotel nach unseren Prognosen in den Geschäftsjahren 2021e bis 2025e eine deutlich positive Wertschöpfungsmarge aufweisen wird, die sich nach unseren Prognosen im Zeitablauf verbreitern sollte. Damit ist die notwendige Bedingung erfüllt, dass ecotel ein wertschöpfendes Unternehmen ist.

Bewertung zum Zeitpunkt, ab dem eine positive Wertschöpfung erreicht wurde

Aus unserer Sicht wird sich ein heute im Unternehmen investierter Anleger frühestens von seiner Beteiligung an ecotel trennen, wenn das Unternehmen nachhaltig kein „Wertvernichter“ mehr ist, wenn also die Rendite auf das eingesetzte Kapital die Kosten des eingesetzten Kapitals übersteigt. Nach unseren Schätzungen wird dies bereits in diesem Jahr der Fall sein. Zu diesem Zeitpunkt wird ein Investor für seine Anteile einen Preis aufrufen, der dem Wert des eingesetzten Kapitals entspricht.

Für das Jahr 2021e lässt sich aus dieser Annahme ein Enterprise Value von EUR 28,5 Mio. ableiten, für das Jahr 2022e von EUR 43,3 Mio. Zusätzlich der dann von uns prognostizierten Nettofinanzposition von EUR 4,4 Mio. (2021e) bzw. EUR 9,9 Mio. (2022e) und abzüglich der Minderheitenanteile aus der Beteiligung an easybell von EUR 4,4 Mio. und EUR 5,6 Mio. errechnet sich ein Equity Value von EUR 28,5 Mio. bzw. von EUR 47,6 Mio. Diskontiert mit den Kosten des Eigenkapitals von 8,9% (siehe hierzu Tabelle 2) lassen sich daraus Barwerte von EUR 8,10 (2021e) bzw. EUR 12,40 (2022e) je Aktie ableiten.

In den Jahren nach 2022e werden nach unserer Einschätzung die Kursziele weiter ansteigen, da sich auch die Wertschöpfungsmarge weiter vergrößert. Je langfristiger ein Anleger in der Aktie investiert ist, desto größer wird für ihn nach unserer Einschätzung das Kurssteigerungspotenzial.

TABELLE 5: ABLEITUNG DES KURSZIELS AUS DEM WERTSCHÖPFUNGSMODELL

		2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EV/CE	x	1,00	1,74	1,69	1,64	1,50	1,36
ROCE/WACC	x	0,40	0,85	1,35	1,97	2,49	2,99
Enterprise Value	EUR Mio.	13,2	28,5	43,3	58,5	73,2	87,3
Nettofinanzposition (+) bzw. -verschuldung (-)	EUR Mio.	2,3	4,4	9,9	17,3	23,3	29,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	-3,6	-4,4	-5,6	-7,1	-8,8	-10,7
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	11,9	28,5	47,6	68,7	87,6	106,2
Anzahl Aktien	Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Barwert je Aktie	EUR	3,40	8,10	12,40	16,50	19,30	21,50

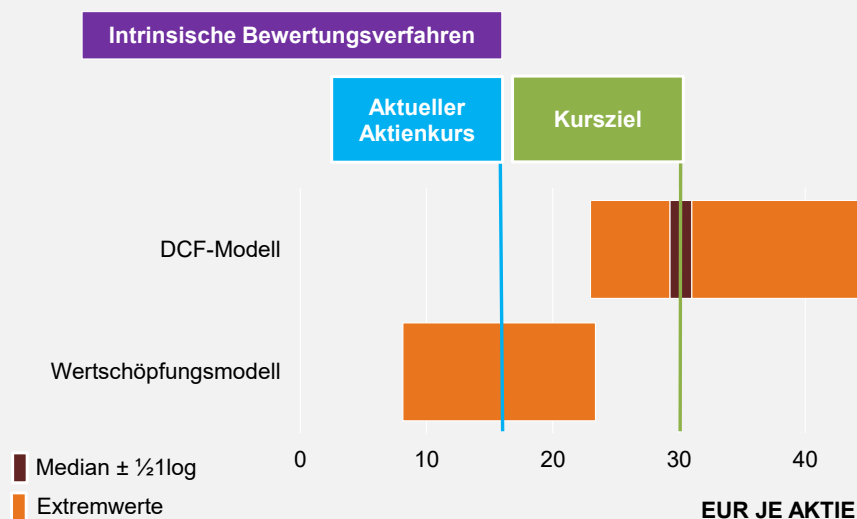
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Zusammenfassung der Ergebnisse

In nachstehender Abbildung 14 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir im DCF-Verfahren die Ergebnisse der Monte-Carlo-Simulation dargestellt haben. Aufgrund der von uns erwarteten operativen Ertragsentwicklung der ecotel sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse zeigt, dass der aktuelle Aktienkurs teils deutlich unter den fundamental-analytischen Wertergebnissen liegt.

ABBILDUNG 14: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



Bedingt durch das aus unserer Sicht in eine Lebenszyklus-Spätphase eintretende Geschäftsmodell sehen wir im DCF-Modell das mittelfristig relevante Bewertungsmaß.

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 des DCF-Bewertungsmodells) von EUR 31,00 je Aktie wäre ecotel mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ECOTEL-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs					Bewertung zum Kursziel				
		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
KGV	x	25,0x	16,2x	11,9x	9,5x	7,9x	45,0x	29,2x	21,5x	17,1x	14,3x
EV/Umsatz	x	0,6x	0,5x	0,4x	0,3x	0,2x	1,1x	1,0x	0,9x	0,7x	0,6x
EV/EBIT	x	8,5x	5,6x	3,7x	2,6x	1,9x	15,9x	10,9x	7,9x	6,1x	4,8x
KBV	x	2,8x	2,5x	2,2x	1,9x	1,7x	5,0x	4,5x	3,9x	3,4x	3,0x
Dividendenrendite	%	1,7%	3,1%	4,1%	5,2%	6,4%	1,0%	1,7%	2,3%	2,9%	3,5%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Upside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Downside-Risiken (zu den Details bzw. Ergänzungen siehe hierzu auch S. 33ff):

- ⊖ **Verfehlung der Guidance**, da in diesem Fall der ecotel-Vorstand den bislang guten Track Record aus dem Erreichen der ausgesprochenen Gewinnerwartungen beschädigen würde.
- ⊖ **Unerwartete Kapitalmaßnahmen**: Nach unserer Einschätzung dürften aus Liquiditätsgründen allein, unabhängig von der von uns prognostizierten, über der Guidance liegenden Ertragsentwicklung (siehe im Einzelnen hierzu S. 46) keine Kapitalmaßnahmen erforderlich sein. Ungeachtet dessen könnte vom Vorstand ein positives Marktsentiment dazu genutzt werden, neue Liquidität einzuwerben, was mit flankierenden Marketingmaßnahmen den Aktienkurs unterstützen könnte, vom Kapitalmarkt nach unserer Einschätzung jedoch als unnötige Maßnahme interpretiert werden würde.

Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes der ecotel in den kommenden Monaten sehen wir:

- ⊕ **Anhebung der Guidance** im Zuge der Veröffentlichung der Quartalszahlen;
- ⊕ **Weitere Verbesserungen des Kunden-Mix** mit entsprechenden Konsequenzen auf die operative Profitabilität;
- ⊕ **Erlöse aus dem Verkauf der** (aus unserer Sicht) **nicht-strategischen Beteiligung nacamar** und Reinvestieren der Verkaufserlöse in die Kerngeschäftsbereiche oder alternative Ausschüttung in Form einer Sonderdividende;
- ⊕ Eine **Übernahme des Unternehmens** durch einen strategischen Wettbewerber, gegebenenfalls aus dem außereuropäischen Ausland, der sich dadurch einen schnellen Marktzutritt in Deutschland erhofft.

ecotel: Am Beginn der Erntephase

ecotel ist ein in Deutschland tätiger, netzunabhängiger Informations- und Telekommunikationstechnologieanbieter, der sich auf Sprach- und Datendienste fokussiert hat. Das Unternehmen ist in vier, sich zum Teil ergänzenden Geschäftsbereichen tätig, mit denen schwerpunktmäßig kleine und mittelständische Unternehmen angesprochen werden, die von den etablierten Telekommunikationskonzernen häufig vernachlässigt werden.

Durch die im Jahr 2018 strategisch eingeleitete Verschiebung des Geschäftsschwerpunkts hin zu den margenstarken und einander ähnelnden Segmenten Geschäftskunden und easybell wird ecotel seine Ertragslage in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung signifikant verbessern. Aufgrund eines als „asset-light“ zu charakterisierenden Geschäftsmodells – womit ecotel im Gegensatz zur ansonsten kapitalintensiven Telekommunikationsindustrie steht – gehen wir zudem davon aus, dass ecotel seine ausgesprochen aktionärsfreundliche Dividendenpolitik fortsetzen wird. Basierend auf unseren Prognosen des Geschäftsjahres 2023e wird die ecotel-Aktie derzeit mit einer Dividendenrendite von 4,1% gehandelt.

Geschäftsmodell im Überblick

Firmensitz der Gesellschaft ist Düsseldorf

ecotel ist ein fast ausschließlich in Deutschland tätiges Telekommunikationsunternehmen. Als Network-Operator betreibt ecotel ein Telekommunikations-Backbone und ist durch sogenannte Netzkopplungen mit nahezu allen deutschen Telekommunikationsanbietern verbunden. Gleichzeitig wird die „letzte Meile“ zum Endkunden angemietet. Durch dieses Multi-Carrier-Konzept kann ecotel derzeit auf mehr als 1,0 Mio. Kilometer Glasfaserkabel zurückgreifen und seinen Kunden Unternehmensnetze (sogenannte Virtual Private Networks, kurz VPN) anbieten und dem Kunden so standortoptimierte Anschlüsse bereitstellen.

Das Unternehmen berichtet in vier, sich zum Teil ergänzenden Geschäftsbereichen. Zwei Geschäftsbereiche werden unter dem Dach der AG geführt:

- ☉ Im Kernbereich **Geschäftskunden** (Umsatzanteil 2020: 47,1%) bietet ecotel bundesweit rund 15.000 kleinen und mittelständischen Unternehmen sowie einzelnen Großkunden ein breites Portefeuille aus Sprach- und Datenlösungen an.
- ☉ Im Geschäftsbereich **Wholesale** (Umsatzanteil 2020: 28,7%) vermarktet ecotel Vorleistungsprodukte für Sprachdienste von und an nationale und internationale Telekommunikationsunternehmen. Dieser netzübergreifende Handel von Sprachminuten ist nicht nur wenig planbar, sondern auch ausgesprochen niedrigmargig, so dass der Einfluss dieses Bereiches nach Angabe des Unternehmens geschäftspolitisch sukzessive zurückgefahren werden wird.

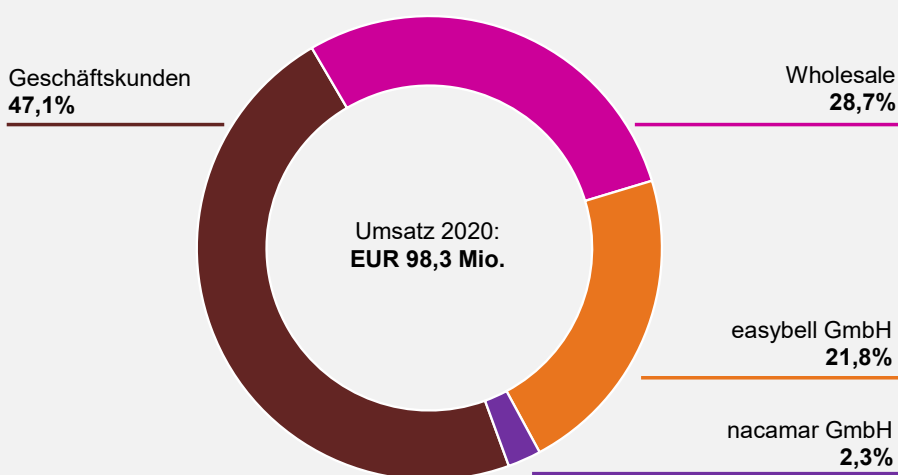
Zwei weitere Geschäftsbereiche werden als operativ selbständige Tochtergesellschaften geführt:

- ☉ Das Berliner Unternehmen **easybell GmbH** (Umsatzanteil 2020: 21,8%), eine 51%ige Tochtergesellschaft der ecotel, setzt seinen Fokus auf Cloud-Telefonie für kleine und mittelgroße Geschäftskunden und betreut noch etwa 30.000 Privatkunden mit Internet- und Telefonanschlüssen. Das Geschäftsmodell ist damit grundsätzlich mit dem des Segments Geschäftskunden vergleichbar, unterscheidet sich jedoch im Leistungsbedarf der adressierten Zielgruppe: Im Vertriebsfokus stehen vor allem Kunden, die standardisierte Produkte und automatisierte Bestellprozesse zu einem günstigen Preis-Leistungsverhältnis suchen.

- Die 1995 gegründete **nacamar GmbH** (Umsatzanteil 2020: 2,3%) ist nach Unternehmensangabe einer der größten Full-Service-New-Media-Dienstleister in Deutschland. Das 1997 von ecotel vollständig übernommene Unternehmen stellt für etwa 100 Medienunternehmen in Deutschland Dienstleistungen wie Live- oder On-Demand-Streaming, Pod- und Videocasting, Online-Videolösungen, Shared Hosting, Professional Services, Systemintegration, Beratung, Encoding, Transcoding und die Integration von Bezahlssystemen zur Verfügung.

Zusammen mit seinen Tochtergesellschaften und Beteiligungen beschäftigt der ecotel-Konzern derzeit 300 Mitarbeiter.

ABBILDUNG 15: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2020



Kerngeschäftsfeld von ecotel ist der Bereich Geschäftskunden, der im vergangenen Jahr für EUR 46,3 Mio. oder 47,1% der Konzern Erlöse verantwortlich war. An zweiter Stelle rangiert (noch) der Bereich Wholesale (EUR 28,3 Mio. oder 28,7%), gefolgt vom Bereich easybell mit Erlösen von EUR 21,5 Mio. (21,8% der Konzern Erlöse). Kleinster Geschäftsbereich ist die Tochtergesellschaft nacamar mit EUR 2,3 Mio. bzw. 2,3% der Konzern Erlöse.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Hohe Wertschöpfungstiefe im Sprachdienste- und Datenbereich

ecotel ist ein Full-Service-Telekommunikationstechnologieanbieter, der sich auf das Angebot von Sprach- und Datendiensten fokussiert. Im Bereich der **Sprachdienste** bietet der Geschäftskundenbereich ein aus unserer Sicht komplettes Portefeuille aus Anschluss, Telefonie (ISDN/VoIP) und Mehrwertdiensten an. Dabei umfasst das Dienstleistungsspektrum alle gängigen Telefonkonzepte:

- Angefangen von **Voice-over-IP-basierten Sprachanschlüssen**, die ecotel in leistungsbedarfs-skalierten „Rundum-Sorglos“-Paketen ab zehn Sprachkanälen anbietet, über
- SIP-Trunk-Telefonanschlüsse**, also durchwahlfähige Telefonanschlüsse, bei denen mehrere Übertragungskanäle zu einer einzigen logischen, für den Anwender sichtbaren Verbindung zusammengefasst und gegebenenfalls mit den Kollaborationssoftwarelösungen Microsoft Teams oder RingCentral kombiniert werden, und
- Cloud-Telefonanlagen**, in denen Telefonate unter Umgehung einer lokalen Telefonanlage automatisch und verschlüsselt über cloud-basierte Lösungen (Centrex, Cloud-PBX) mit dem ISO-zertifizierten ecotel-Rechenzentrum verbunden und mit der Microsoft Teams-Telefonie kombiniert werden können, bis hin zu

Nach eigenen Angaben erzielen die Ethernet-Produkte von ecotel eine Dienstverfügbarkeit von 99,0% bis 99,99%.

- ⑤ **Komplettpaketen** aus xDSL von bis zu 250 Mbit/s, SIP-Trunk-Telefonie, Cloud-Telefonanlagen und Flatrate-Angeboten.

Bei einem **SIP-Trunk** handelt es sich um einen digitalen Telefonanschluss, der auf einer Datenleitung basiert. Das Netzprotokoll SIP, eine Abkürzung für Session-Initiation-Protocol, sorgt dabei für den Aufbau, die Steuerung und den Abbau der einzelnen Kommunikationssitzungen. Mit Trunk wird die Bündelung verschiedener Datenkanäle an einem Gerät oder einem Punkt bezeichnet. Anbieter von VoIP-Telefonie (Voice over Internet-Protocol) verbinden auf Basis von SIP einen oder mehrere Kanäle mit einer lokalen Telefonanlage ihrer Kunden. Über den Trunk ist die Anlage mit einem kompletten Rufnummernblock beim Anbieter registriert. Die Kanäle sind nicht über physische Leitungen installiert, sondern als Dienste über das Internet durch einfaches Buchen abrufbar und damit flexibel erweiterbar. Zum Einsatz kommen SIP-Trunks, da die Ablösung von ISDN durch All-IP vor allem bei Business-Anschlüssen mit ISDN-Primärmultiplex- und Anlagenanschlüssen nicht trivial ist. Über SIP-Trunks können diese migriert werden, indem Kunden ihre bestehende ISDN-Struktur behalten und um IP-Funktionen erweitern.

Im Bereich der **Datendienste** werden alle gängigen Breitband-Internet-Anschlüsse wie xDSL, Ethernet-Anschlüsse und Glasfaseranschlüsse mit bis zu 10 Gbit/s und SD-WAN-Lösungen angeboten; darüber hinaus bietet ecotel sichere Unternehmensnetzwerke via Virtual Private Networks und SD-WAN-Lösungen, das Housing von Serverfarmen oder das Hosting von SaaS-Lösungen an. Mobilfunk (LTE) oder auch Richtfunkverbindungen werden unter anderem als Back-Up-Lösungen implementiert.

Quality of Service-Versprechen

Wesentliches Element der Unternehmens-DNA ist nach Angabe ein Quality-of-Service-Versprechen. Zusammengefasst werden darunter Maßnahmen und Verfahren zur Einflussnahme auf den Datenverkehr in einem Netzwerk, durch die die Qualität und die Erreichbarkeit von Netzwerkdiensten verbessert oder gewährleistet werden.

Da in einem Netzwerk alle Datenpakete nach dem Best-Effort-Prinzip behandelt werden, können einzelne Datenpakete – je nach Netzauslastung – unterschiedlich schnell unterwegs sein. Was bei der Übertragung von Nachrichten und Dateien kein Problem darstellt, führt bei Echtzeit-Anwendungen wie VoIP oder Video-Streaming zu Störungen bei der Sprach- und Videoübertragung. Durch Quality of Service, kurz QoS, kann ein Unternehmen Datenpakete mit Dienst-Klassen kennzeichnen, die bestimmten Anwendungen zugeordnet sind.

Unter **Quality of Service (QoS)** oder Dienstgüte werden alle Maßnahmen subsumiert, die dazu dienen, den Datenverkehr innerhalb eines Netzwerkes so zu beeinflussen, dass die Daten der verschiedenen Dienste entsprechend vorab definierten „Qualitätsmerkmalen“ bei den Nutzern ankommen.

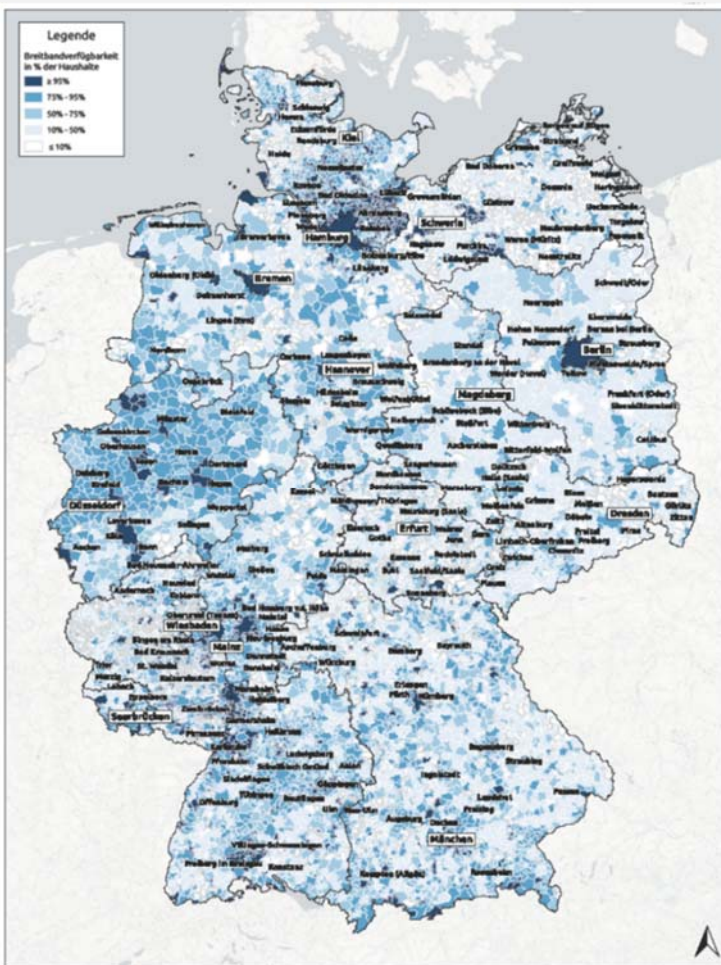
Während früher Sprache und Daten in jeweils einzelnen physischen Netzwerken transportiert wurden, erfolgt der Datenverkehr heute über ein paketbasiertes gemeinsames Netzwerk, das Internet. Dieses sieht grundsätzlich vor, dass der gesamte Datenverkehr nach dem Best-Effort-Prinzip – diskriminierungsfrei – weitergeleitet wird.

Durch eine Definition und Abgrenzung der Daten bestimmter Dienste sowie die Einstellung der Netzwerkparameter kann eine Optimierung des Datenverkehrs vorgenommen werden, können Verkehrsstaus vermieden und Datenverluste kontrolliert sowie Priorisierungen von Datenpaketen – beispielsweise für zeitkritische Anwendungen wie Voice over IP (VoIP) – vorgenommen werden.

Variable Kostenbasis durch Multi-Carrier-Konzept

ecotel betreibt kein eigenes Zugangsnetz, sondern bezieht die Telekommunikations-Zuführungsdienstleistungen von verschiedenen Vorlieferanten (den Carriern, auf Deutsch Netzbetreibern). Durch dieses „Multi-Carrier-Konzept“ kann ecotel nicht nur den jeweiligen Netzbetreiber mit dem besten Preis-Leistungs-Verhältnis auswählen, sondern verfügt durch den kundenspezifischen Einkauf der Zuführungsleistung auch über eine weitgehend variable Kostenbasis. Die nach Angabe des Unternehmens gegenwärtig bedeutendsten Vorlieferanten für ecotel sind die Deutsche Telekom, Vodafone, Verizon, 1&1 Versatel, EWE, Plusnet, Mnet, Deutsche Glasfaser und Colt sowie diverse internationale Telekommunikationsanbieter.

ABBILDUNG 16: BREITBANDVERFÜGBARKEIT IN DEUTSCHLAND (MEHR ALS 200 MBIT/S ÜBER ALLE TECHNOLOGIEN)



QUELLE: BMVI, ATENEKOM

Darüber hinaus ist ecotel durch den Einsatz von Next-Generation-Network (NGN)-Technologie in der Lage, eigenständige Sprachvermittlungsdienstleistungen anzubieten, Rufnummernblöcke zu verwalten und Rufnummern ins eigene Netz zu portieren. Als Folge der fortschreitenden Netzumstellung in Deutschland beschränkt sich der Zukauf von Zuführungsdienstleistungen zunehmend auf den reinen Access zum Kunden. Für ecotel hat dies Kosteneinsparungen zur Folge.

*Unter **Next-Generation-Network (NGN)** wird eine Netzwerktechnologie verstanden, die traditionelle Telekommunikationsnetze, wie Telefon-, Kabel-TV- oder Mobilfunknetze bündelt und durch eine einzige, übergreifende digitale Infrastruktur ersetzt. Die veraltete ISDN-Technik wird durch die Umstellung abgelöst.*

*In Next-Generation-Networks werden Daten – zum Beispiel Telefongespräche oder Internetdaten – in kleine Datenpakete zerlegt, komprimiert über Leitungen zum Empfänger gesendet und dort über das Ausgabegerät wieder vervollständigt. Um bei Telefonaten einen flüssigen Dialog und eine gleichbleibende Sprachqualität sicherzustellen, werden im Fall von Engpässen wichtige, zeitkritische Daten schneller geleitet oder andere verzögert. Um als NGN mit einer gewissen Dienstgüte (**Quality of Service**, kurz QoS) eingestuft zu werden, müssen NGN-Betreiber zusätzlich offene, standardisierte Schnittstellen anbieten, über die neue Funktionen schnell und unkompliziert eingebunden werden können. Auch Mobilität, Echtzeitfähigkeit und hohe Bandbreitenfähigkeit sind Kriterien, die ein Netzwerk erfüllen muss, um als NGN gewertet zu werden.*

Vor allem im Umfeld der Internettelefonie VoIP spielen Next-Generation-Netzwerke eine tragende Rolle. Für die Art der Datenübertragung in NGNs ist das Internetprotokoll (IP) die modernste Lösung. Daher ist der Begriff NGN eng mit der IP-Umstellung verbunden.

Serviceorientierte Komponenten der Telekommunikationsinfrastruktur

Auch ohne eigenes Endkundenzugangsnetz unterhält ecotel als Netzbetreiber eigene zentrale Komponenten einer Telekommunikationsinfrastruktur, etwa in den eigenen Rechenzentren in Frankfurt und Düsseldorf unter anderem ein IP-Backbone, eine georedundante Voice-Switch-Struktur, Server-Farmen und zentrale Einwahlplattformen. Auf deren Grundlage bietet ecotel im Bereich **Sprach- und Datenübertragung** folgende Lösungen an:

- ⑤ ISO-zertifizierte **Virtual Private Network-Lösungen**, durch die es Unternehmen ermöglicht wird, mehrere Standorte mit skalierbaren Bandbreiten von bis zu 1 Gbit/s zu vernetzen.
- ⑤ **Co-Location-Lösungen (Server-Housing)**, also die Bereitstellung von Rechenzentrumsflächen für Dritte, die ihre IT-Infrastrukturen nicht in eigenen Räumlichkeiten oder an getrennten Standorten errichten wollen.
- ⑤ **Datacenter-Service-Lösungen (Hosting)**, die ecotel durch eine redundante IT-Infrastruktur mit den beiden Tier-3-Rechenzentren in Düsseldorf und Frankfurt am Main anbieten kann.

Zweigleisiger Vertrieb

Der Marktauftritt von ecotel erfolgt zweigleisig, durch eine Kombination aus Direktvertrieb, Telesales und Partnervertrieb. Im hauseigenen Direktvertrieb des Unternehmens

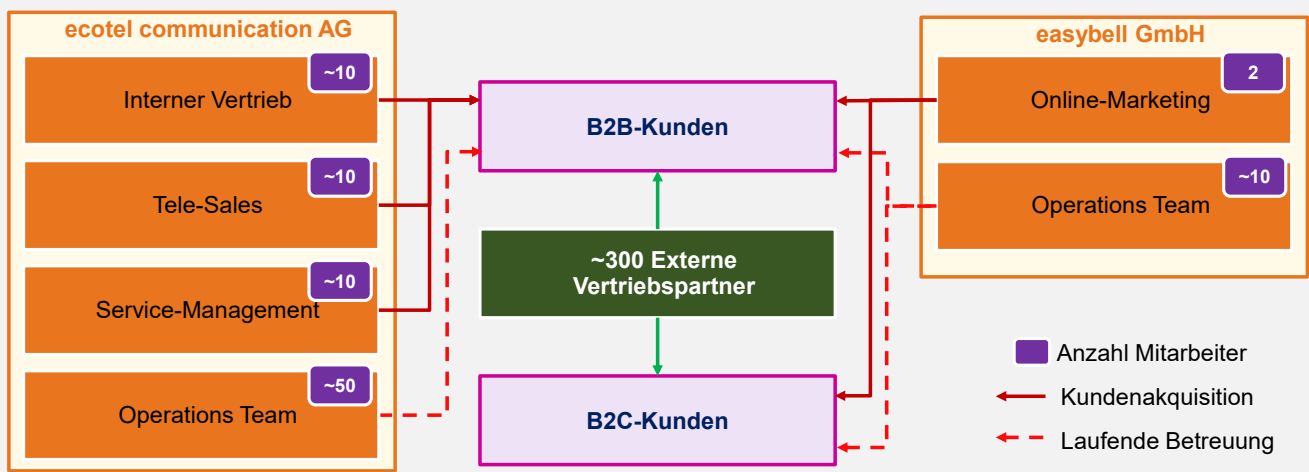
Aktuell betreut die ecotel Gruppe bundesweit mehr als 50.000 Kunden und stellt

sind derzeit etwa zehn Mitarbeiter beschäftigt, die zusätzlich von rund 300 bundesweit agierenden Vertriebspartnern wie IT-Consultants, Telekommunikationsmaklern, Telekommunikations- und IT-Systemhäusern, sonstigen Technologieanbietern, Call-Centern und Telekommunikations- bzw. IT-Einkaufs- und Marketinggesellschaften unterstützt werden.

50.000 Datenanschlüsse sowie über 360.000 Sprachkanäle bereit

Wir werten diese Vertriebsstrategie positiv, da ecotel dadurch als ein Unternehmen, das keine marktbeherrschende Stellung besitzt, sein Geschäftsmodell gut skalieren kann, ohne zugleich einen größeren Pool an eigenen Vertriebsmitarbeitern aufbauen zu müssen – was für ein Gebiet wie Deutschland aus unserer Sicht ohnehin keine echte Option darstellt.

ABBILDUNG 17: VERTRIEB VON ECOTEL IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

ecotel profitiert von langen Vertragslaufzeiten...

War ecotel im Sprachbereich als Reseller vormals einer jährlichen Churn-Rate von nach Angabe des Unternehmens bis zu 2% ausgesetzt, werden im B2B-Bereich heute Verträge mit einer durchschnittlichen Mindestvertragslaufzeit von 41 Monaten abgeschlossen. Im Datenbereich liegt die durchschnittliche Kundenverweildauer Angabe gemäß bei acht bis elf Jahren. Per Saldo stufen wir die Kundenbeziehungen von ecotel als tendenziell langfristig ein.

TABELLE 7: AUFTRAGSBESTAND UND VERTRAGSLAUFZEITEN, 2012-2020

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Neuaufträge	EUR Mio.	14,5	15,2	15,1	22,1	24,5	30,2	23,4	24,5	24,5
Produktwechsel/Vertragsverlängerung	EUR Mio.	2,5	6,0	10,1	7,1	16,0	10,6	18,6	25,8	16,9
Total Contract Value	EUR Mio.	17,1	21,1	25,2	29,2	40,5	40,8	42,0	50,3	41,4
Durchschnittliche Vertragslaufzeit	Monate	27	29	32	33	35	40	40	41	41

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

...und von einer breiten Kundenbasis

In den vier Segmenten adressiert ecotel unterschiedliche Kundengruppen. Kunden von ecotel sind...

- ⑤ im **Geschäftskundenbereich** kleine und mittelständische Unternehmen bzw. einzelne Großunternehmen. Zu den Referenzkunden des Bereichs zählen der Versicherungskonzern Allianz, der Textildiscounter NKD, der Schokoladenhersteller Ritter Sport, der Betreiber von Seniorenresidenzen Korian, Deutschlands zweitgrößte Drogeriekette Rossmann, der Konsumgüteranbieter Tchibo und der Bildungsanbieter Schülerhilfe.
- ⑤ im **Wholesale-Bereich** andere Telekommunikationsanbieter. Unter den Kunden und Lieferanten befinden sich grundsätzlich alle weltweit tätigen Carrier.
- ⑤ im Bereich **easybell** mit steigender Tendenz kleinere Geschäftskunden, die unterhalb des allgemeinen Bekanntheitsgrads rangieren, nach wie vor aber auch Privatkunden, wenngleich mit rückläufiger Tendenz.
- ⑤ und im Bereich **nacamar** Medienunternehmen wie öffentlich-rechtliche und private Rundfunkanbieter mit mehr als 100 Radiosendern und Kunden wie den Teleshopping-Sender QVC.

Innerhalb des Unternehmens werden die Kunden in drei Gruppen mit unterschiedlichen Kundenbetreuungsaufwand und -zuordnungen eingeteilt:

- ⑤ **Großkunden (VIP-Kunden)** mit einem Total Customer Value (TCV) von mehr als EUR 1 Mio. bzw. mehr als 250 Vollzeitkräften (FTE), die von eigenen Servicemanagern betreut werden und einen jährlichen Umsatzbeitrag (ARPU) von mindestens EUR 150.000 erwirtschaften;
- ⑤ **Medium-Enterprise** (50-250 FTE), bei denen Cross-Selling möglich ist (ARPU EUR 250-4.000);
- ⑤ **SME-Kunden** (weniger als 50 FTE), die bei einem ARPU von unter EUR 250 von sogenannten Kampagnenmanagern betreut werden.

Regional ist ecotel schwerpunktmäßig in Deutschland aktiv

ecotel erwirtschaftet den überwiegenden Schwerpunkt seiner Erlöse im Inland. Im Durchschnitt der vergangenen zwölf Jahren waren Auslandserlöse für 21,5% der Konzernumsätze verantwortlich – allerdings mit stark rückläufigem Trend. Auslandsniederlassungen oder Tochterunternehmen existieren nicht.

Testimonial #1: Rossmann

Mit über 56.000 Mitarbeitern in mehr als 2.100 Märkten zählt Rossmann zu den größten Drogerieketten in Europa. Im Zuge der Umstellung von ISDN- auf die IP-Technologie wurde ecotel damit beauftragt, alle Verkaufsstellen mit der Rossmann-Zentrale zu vernetzen und mit der maximal verfügbaren DSL-Bandbreite auszustatten. Hierzu stellt ecotel die Kopplung seines Rechenzentrums mit dem Rechenzentrum der Rossmann-Zentrale in Burgwedel über Ethernet-Gigabit-Leitungen sicher.

Für die Erneuerung der Festnetztelefonie in den Filialen wurde die bisherige ISDN-Technologie durch SIP-basierte Sprachdienste abgelöst. Dabei wird der Sprachverkehr aus den Rossmann-Verkaufsfilialen mittels einer separaten MPLS-VPN-Wegeführung in das ecotel-Netz geführt.

Testimonial #2: Avnet

Das US-amerikanische Fortune-500-Unternehmen Avnet ist einer der weltweit größten Distributoren von elektronischen Bauteilen und Embedded-Systemen. Für ecotel bestand die Aufgabe darin, die Büro- und Logistikstandorte des Unternehmens an die Avnet Rechenzentren anzuschließen, mit den für die jeweilige Standortanforderung passenden Bandbreiten und Access-Technologien auszustatten und eine Übertragung der Daten in einem Managed-Service-Komplettpaket aus einer Hand anzubieten. Mittlerweile sind die zahlreichen Standorte in den europäischen Ländern mit den passenden Access-Technologien über ecotel verbunden. Je nach Standortbedarf kommen die Access-Technologien ADSL, SHDSL oder dedizierte Highspeed Ethernet- Bandbreiten von 10 bis 100 Mbit/s zum Einsatz.

Testimonial #3: Korian Deutschland

Korian ist der führende Dienstleister für Seniorenheime und Pflegeeinrichtungen in Europa. In einem kurz vor Veröffentlichung dieser Studie abgeschlossenen Vertrag wird ecotel mit der bundesweiten Vernetzung der rund 300 Standorte beauftragt. Mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Auftragsvolumen in zweistelliger Millionenhöhe handelt es sich um einen der bisher größten VPN-Aufträge des Unternehmens. Der Auftrag umfasst die Modernisierung des VPNs, um für die laufenden und noch anstehenden Digitalisierungsmaßnahmen an den jeweiligen Standorten die höchstmöglichen Bandbreiten und Geschwindigkeiten zur Datenübertragung von bis zu 1 Gbit/s zu realisieren. Darüber hinaus werden der Microsoft-zertifizierte ecotel SIP-Trunk vollständig in MS Teams integriert, die externe Telefonie über den Teams Client durchgeführt, Office 365 über die Multi-Cloud-Connect angebunden und Datenanschlüsse innerhalb des VPN mit privater Wegeführung direkt und redundant an die Cloud-Infrastruktur von Microsoft angebunden.

***Managed Services** sind wiederkehrende IT-Dienstleistungen, die ein Managed-Services-Provider (MSP) für ein Unternehmen oder eine Organisation erbringt und die hinsichtlich Umfang, Art und Qualität (vor allem Verfügbarkeit) genau definiert und zwischen dem Provider und dem Unternehmen durch **Service Level Agreements** (abgekürzt SLAs) genau abgestimmt sind. Die SLAs werden vor Vertragsabschluss vereinbart und stellen die Basis für die Messung, Bewertung und Vergütung der Leistungserbringung dar. Wichtige Bestandteile von SLAs sind Verfügbarkeiten der Services, Reaktionszeiten, Prozessbeschreibungen für Änderungen oder Störungsbehebungen, Eskalationsmanagement, Vertragslaufzeiten, Abgrenzungen von Verantwortlichkeiten und mögliche Vertragsstrafen bei Nichterbringung von Leistungen.*

Beispiele für Managed Services sind Netzwerkdienstleistungen, Anwendungen, Monitoring, Storage und Security-Services.

*Während es bei Managed Services lediglich um die Übertragung konkreter Teilbereiche und IT-Dienstleistungen geht und die Hoheit über die IT-Gesamtstruktur und IT-Prozesse weiterhin beim Auftraggeber liegt, werden beim **Outsourcing** ganze IT-Verantwortlichkeiten und -Infrastrukturen ausgelagert.*

Unternehmensgeschichte, Management und Unternehmensstrategie

Nach der Gründung im Jahr 1998 erfolgte 2006 der Börsengang im Freiverkehr (Entry Standard) an der Frankfurter Wertpapierbörse. Seit einem Segmentwechsel und Uplisting im Jahr 2007 ist die Aktie im regulierten Teilbereich Prime Standard einbezogen und erfüllt damit die höchsten Transparenzanforderungen der Börse Frankfurt, darunter die Quartalsberichterstattung in deutscher und englischer Sprache, das Reporting nach IFRS oder die Durchführung einer jährlichen Analystenveranstaltung.

TABELLE 8: ECKPUNKTE DER UNTERNEHMENSGESCHICHTE

1998	Gründung der ecotel communication GmbH als Einkaufsgemeinschaft für Telekommunikationsdienste mit Schwerpunkt Festnetztelefonie
2000	Umfirmierung in ecotel communication ag
2006	Gründung der easybell GmbH in Berlin
2006	IPO am Open Market (Freiverkehr) und im Segment Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse
2007	Gründung der mvneco GmbH in Düsseldorf
2007	Erwerb der Tiscali Nacamar GmbH, seither firmierend als nacamar GmbH
2007	Kapitalerhöhung gegen Sachanlage auf EUR 3,900 Mio. zum Erwerb von 100% der Anteile an ADTG GmbH und von 51% der PPRO GmbH
2007	Segmentwechsel in das Segment Prime Standard des Amtlichen Marktes der Frankfurter Wertpapierbörse
2014	Einziehung von 390.000 eigenen Aktien und Kapitalherabsetzung auf EUR 3,510 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

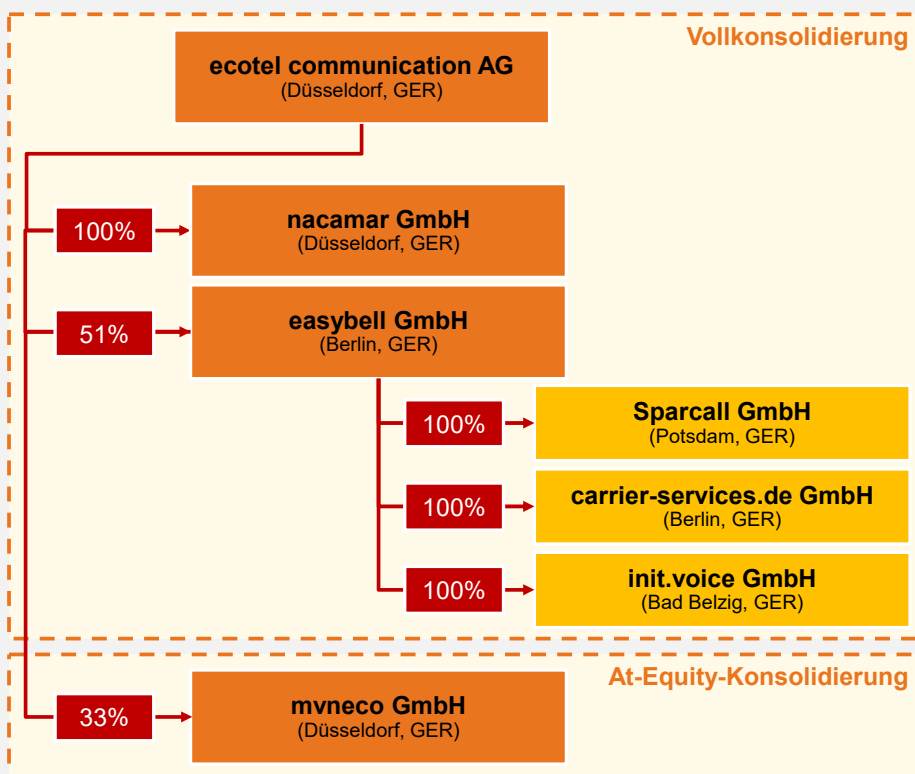
Organigramm von ecotel

Unterhalb der ecotel communication AG finden sich drei unmittelbare Beteiligungen: Die 2007 vollständig übernommene **nacamar GmbH**, die 2006 gegründete **easybell GmbH** und die **mvneco GmbH**; an den beiden letztgenannten Gesellschaften hält ecotel Anteile von 51% bzw. 33%. Die mit einer Nachsteuerermarge 2020 von 10,8% weit überdurchschnittlich profitable at-Equity-konsolidierte strategische Beteiligung mvneco hat die Funktion eines technischen Dienstleisters, Systementwicklers und Beraters für Telekommunikationslösungen sowie Managed Services, spielt jedoch für den Unternehmenserfolg eine untergeordnete Rolle.

Neben diesen direkt gehaltenen Beteiligungen gibt es drei weitere, mittelbare Beteiligungen, die jeweils zu 100% im Eigentum der easybell GmbH sind, für den Geschäftserfolg von ecotel aber ebenfalls unerheblich sind: **Sparcall GmbH**, ein Anbieter von Preselection-Rufnummern, **carrier-services.de GmbH**, die Mehrwertdienste an Dritt-Carrier anbietet, und die **init.voice GmbH**, die interne Sprachdienste zwischen den Gesellschaften vermittelt.

Weitere strategische Geschäftseinheiten (SGE) existieren nicht.

ABBILDUNG 18: KONSOLIDIERUNGSKREIS VON ECOTEL COMMUNICATION



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Vorstand mit langjähriger Branchenerfahrung

Der Vorstand der ecotel communication AG setzt sich aus drei Personen zusammen:

- ☉ **Peter Zils** ist Gründer des Unternehmens und CEO und seit Gründung ununterbrochen für die ecotel communication AG tätig. Als Vorstandsvorsitzender ist er verantwortlich für die Bereiche Strategie, Wholesale, Finance, Public Relations und Investor Relations sowie Human Resources. Seit 2015 ist Peter Zils Mitglied des VATM-Präsidiums, des bedeutendsten Verbandes der im deutschen Markt aktiven Telekommunikationsunternehmen.
- ☉ Seit 1999 ist **Achim Theis** in der Gesellschaft tätig und seit 2001 Mitglied des Vorstands der ecotel communication AG. Seit 2016 verantwortet er als Chief Commercial Officer (CCO) Vertrieb, Marketing und das Key Account Management.
- ☉ **Markus Hendrich** wurde am 1. Juli 2020 zum Vorstand bestellt. Er ist verantwortlich für die Unternehmensbereiche Technik und Operations sowie das Resort Digitalisierung. Zuvor war Markus Hendrich in verschiedenen Managementpositionen bei der QSC AG und der Plusnet GmbH, einer Tochter von EnBW, tätig.

Zusammen mit dem Vorstand bilden die drei Prokuristen

- ☉ **Holger Hommes** (Chief Financial Officer, seit 2014), verantwortlich für Konzernsteuerung und -reporting, Finanzbuchhaltung, Controlling und Billing

- ⑤ **Wilfried Kallenberg** (Chief Technical Officer, seit 2008), verantwortlich für die Bereiche IT, Network Operations, Product-, Systems- und Network-Engineering, und
- ⑤ **Oliver Jansen** (Chief Operating Officer, seit 2013), verantwortlich für die Bereiche Marketing, Customer Relationship Management sowie Projektmanagement

das geschäftsführende Board von ecotel.

Umsatz- und Ertrags-Guidance

Als eines der von uns bevorzugten Kriterien zur Einschätzung der Management-Qualitäten stufen wir dessen Bereitschaft ein, eine Guidance zu formulieren, und dessen Fähigkeiten, diese zu erfüllen bzw. zu übererfüllen. Das erste Kriterium erfüllt ecotel vorbildlich, da schon seit Jahren eine Umsatz- und Ertrags-Guidance, seit 2019 auch eine detaillierte Guidance auf Segmentebene veröffentlicht wird:

TABELLE 9: UMSATZ- UND ERGEBNIS-GUIDANCE, 2010-2020

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Umsatz												
Konzern Untergrenze	EUR Mio.	90,0	90,0	80,0	80,0	85,0	90,0	95,0	95,0	90,0	-	-
Konzern Obergrenze	EUR Mio.	95,0	90,0	90,0	90,0	95,0	100,0	105,0	115,0	120,0	-	-
Geschäftskunden Untergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48,0	46,0
Geschäftskunden Obergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50,0	49,0
easybell Untergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,0	20,0
easybell Obergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17,0	21,0
nacamar Untergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,0	1,5
nacamar Obergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,0	2,5
EBITDA												
Konzern Untergrenze	EUR Mio.	5,5	5,5	6,0	6,0	6,5	7,5	7,0	6,5	7,0	8,0	8,5
Konzern Obergrenze	EUR Mio.	6,5	6,5	7,0	7,0	7,5	8,5	8,5	7,5	8,0	9,0	10,5
Geschäftskunden Untergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,0
Geschäftskunden Obergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,0
easybell Untergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,0
easybell Obergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,0
nacamar Untergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,2
nacamar Obergrenze	EUR Mio.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Tendenz der Übererfüllung der Guidance

Bezüglich des Kriteriums „Übererfüllung der Guidance“ weist ecotel über einen Zeitraum von elf Jahren eine nahezu makellose Bilanz auf: In 24 von 30 Fällen (80,0%) konnte die Umsatz-Guidance eingehalten werden, in 24 von 28 Fällen (85,7%) die EBITDA-Guidance. Besonders bemerkenswert ist aus unserer Sicht, dass das Management in neun von zwölf Fällen sogar den oberen Rand der jeweiligen Umsatz-Guidance übertreffen konnte.

TABELLE 10: ERREICHUNG DER GUIDANCE, 2010-2020

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Umsatz												
Konzern Untergrenze	%	9,2%	-6,1%	17,9%	14,0%	19,4%	18,1%	22,8%	27,0%	9,8%	-	-
Konzern Obergrenze	%	3,5%	-6,1%	4,8%	1,4%	6,8%	6,3%	11,1%	4,9%	-17,6%	-	-
Geschäftskunden Untergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,3%	0,7%
Geschäftskunden Obergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,2%	-5,5%
easybell Untergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24,0%	7,3%
easybell Obergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9,4%	2,2%
nacamar Untergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,8%	51,0%
nacamar Obergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-37,2%	-9,4%
EBITDA												
Konzern Untergrenze	%	-10,4%	28,2%	14,1%	9,5%	11,6%	4,9%	-5,3%	3,7%	6,3%	8,9%	36,0%
Konzern Obergrenze	%	-24,2%	8,5%	-2,2%	-6,1%	-3,3%	-7,5%	-22,0%	-10,1%	-7,0%	-3,2%	10,1%
Geschäftskunden Untergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19,8%
Geschäftskunden Obergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-4,2%
easybell Untergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	46,3%
easybell Obergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17,1%
nacamar Untergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	195,5%
nacamar Obergrenze	%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Anm.: Graue Schraffierungen zeigen Erreichung bzw. Übererfüllung der Guidance an.

Aktionärsstruktur

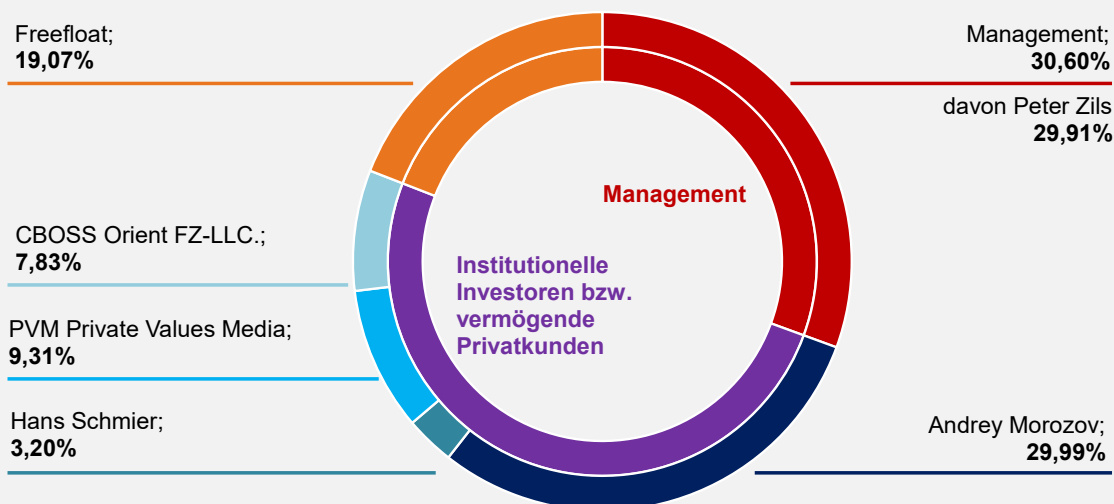
Seit 2014 liegt das Grundkapital der Gesellschaft bei EUR 3,510 Mio. Es setzt sich aus 3.510.000 Stück auf den Inhaber lautenden Stammaktien zusammen. Mit jeweils knapp 30% der Anteile dominieren zwei Großaktionäre die Aktionärsstruktur. Vorstand und zweite Managementebene sind durch eigenen Aktienbesitz und ein Aktienopti- onsprogramm am Erfolg von ecotel beteiligt, wodurch ein Gleichklang von Management- und Aktionärsinteressen sichergestellt ist. Das Unternehmen ist seit dem Jahr 2007 bzw. der ersten und einzigen Kapitalerhöhung zum Börsengang, rein innenfinanziert; Kapitalerhöhungen wurden nach dem Börsengang nicht durchgeführt.

3,510 Mio. Stück ausstehende Aktien

Seit einer Kapitalherabsetzung im Jahr 2014, als 10% der ausstehenden Aktien zurück- gekauft und einbezogen wurden, setzt sich das Grundkapital der Gesellschaft aus 3,510 Mio. Aktien zusammen. Der Nennwert je Aktie liegt bei EUR 1,00. Bei einem Aktienkurs von EUR 17,20 (21.06.2021) beläuft sich die Marktkapitalisierung auf EUR 60,4 Mio.

Rund 30,6% der Aktien werden vom Management (Vorstand und Prokuristen) gehalten, in der Hauptsache von dem Unternehmensgründer und Vorstandsvorsitzenden Peter Zils (29,9%). Institutionelle Investoren halten 50,3% der Aktien. Von ihnen ragt der rus- sische Großaktionär Andrey Morozov heraus, der mit 29,99% nur knapp unter der, ein verpflichtendes Übernahmeangebot auslösenden Schwelle von 30% liegt. Der Freefloat der Gesellschaft liegt bei 19,1%, die Marktkapitalisierung des Streubesitzes liegt aktuell damit bei EUR 11,5 Mio.

ABBILDUNG 19: AKTIONÄRSSTRUKTUR (STAND JUNI 2021)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Aktienoptionsprogramm für Vorstand und Prokuristen

Im vergangenen Jahr hat der Vorstand die langfristige variable Vergütung auf ein Aktienoptionsprogramm umgestellt. Die Voraussetzungen für den Bezug von Aktien aus dem Aktienoptionsprogramm sieht folgende zwei Erfolgsziele vor, die kumulativ erfüllt sein müssen:

- ⑤ **Relatives Erfolgskriterium:** Die ecotel-Aktie muss vom Gewährungszeitpunkt der Option bis zu ihrem Ausübungstag eine bessere Performance als der TecDAX aufweisen, und
- ⑤ **Absolutes Erfolgskriterium:** Der Kurs der ecotel-Aktie muss vom Gewährungstag bis zum Ausübungstag um mindestens 20% gestiegen sein.

Maßstab der Zielerreichung ist der gewichtete durchschnittliche Drei-Monats-Kurs der Aktie.

Wir stufen das Aktienoptionsprogramm von ecotel als gutes Beispiel für die Harmonisierung von Aktionärs- und Managementinteressen ein.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir haben die folgenden unternehmensbezogenen **Stärken** von ecotel communication identifiziert:

Stärken

- ⑤ **Deutliche Verbesserung des Kunden-Mix:** Durch die Umstellung des Festnetzes auf IP-Telefonie und die Umstellung der Anschlüsse auf VDSL-Technologie durch die Deutsche Telekom konnten zwar nicht alle Kundenbeziehungen gehalten und in die All-IP-Technologie überführt werden. Im reinen Preselection ohne eigene Leitung dürfte ecotel nach unserer Einschätzung sogar mehr als zwei Drittel der Kundenbeziehungen eingebüßt haben. Da es sich dabei jedoch um tendenziell niedrigmargige Kundenbeziehungen mit kurzen Vertragslaufzeiten gehandelt hat, ecotel aber gleichzeitig hochmargige Kunden mit eigenen Leitungen überwiegend behalten konnte, hat sich der Kunden-Mix in den vergangenen drei Jahren sowohl in Bezug auf die durchschnittliche Vertragslaufzeit als auch den TCV signifikant verbessert.
- ⑤ **Wir gehen von einer Anhebung der Guidance 2021e aus:** Im vergangenen Jahr hat ecotel mit EUR 11,6 Mio. (+32,7% YoY) ein Rekord-EBITDA erzielt. Auch die EBITDA-Marge von 11,7% (+130 bps YoY) lag auf einem Rekord-Niveau. Insbesondere in den vergangenen drei Jahren konnte die Ertragslage deutlich verbessert werden (Zum Vergleich: EBITDA 2017 EUR 6,7 Mio. mit einer EBITDA-Marge von 5,6%). Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung des EBITDA auf EUR 14,2 Mio., was einer EBITDA-Rendite von 14,6% entspricht. Wir gehen mit unserer Prognose damit über die vom Vorstand in Aussicht gestellten Bandbreite hinaus, die ein EBITDA zwischen EUR 12 und 14 Mio. vorsieht, und rechnen im Jahresverlauf mit einer Anhebung der Ertrags-Guidance.
- ⑤ **Verringerung der Wettbewerbsintensität:** Durch den Konsolidierungsprozess der Telekommunikationsanbieter nimmt die Wettbewerbsintensität tendenziell ab. Ohnehin liegt derzeit der Fokus der Industrie eher auf dem Ausbau der Infrastruktur – sowohl im flächendeckenden Glasfasernetz als auch in der 5G-Infrastruktur. Somit hat ecotel durch die Multi-Carrier-Strategie gute Möglichkeiten, mit nahezu allen Infrastrukturanbietern zusammenzuarbeiten und die Auslastung der Netze zu forcieren. Daneben haben nicht alle Telekommunikationsanbieter im Zuge der ISDN-Abschaltung durch die Deutsche Telekom diesen aufwendigen Weg gewählt und versucht, ihre bestehenden Kundenbeziehungen in die neue Technologie zu migrieren. Für ecotel hat sich dadurch nach unserer Einschätzung die Wettbewerbsintensität deutlich verringert.
- ⑤ **Mögliche Erlöse aus Verkauf von nacamar:** Aus unserer Sicht ist die Beteiligung an nacamar ein Fremdkörper im Geschäftsmodell von ecotel. nacamar adressiert nicht nur völlig andere Kundenschichten als der Rest der Gruppe – nämlich ausschließlich Medienunternehmen –, darüber hinaus bietet nacamar mit CDN- (Content Delivery Network-) Lösungen und IP-Audio-Anwendungen auch andere Telekommunikationsdienstleistungen an. Insofern ergeben sich für ecotel nach unserer Einschätzung keine Synergieeffekte, so dass ein strukturierter Verkaufsprozess der prinzipiell werthaltigen nacamar für die ecotel-Aktionäre Mehrwerte schaffen könnte.
- ⑤ **Hervorragender Track Record in der Erreichung der Guidance:** In den letzten Jahren konnten die ausgegebenen, obwohl durchaus ambitionierten Finanzziele

überwiegend erreicht, nicht selten sogar übererfüllt werden. Vor dem Hintergrund einer offensichtlich gut einzuschätzenden Marktentwicklung sind daher unsere kurz- und mittelfristigen Finanzprognosen mit vergleichsweise großer Sicherheit verbunden.

- Ⓢ **Solide Bilanzrelationen:** Zum Jahresende 2020 wies ecotel im Konzern eine Eigenkapitalquote von 43,4% (2019: 39,0%) auf. Die Bruttoverschuldung lag bei EUR 5,5 Mio., netto lag eine Finanzposition von EUR 2,3 Mio. vor. Der Zinsdeckungsgrad (Interest Coverage Ratio) bezogen auf das EBIT lag im vergangenen Geschäftsjahr bei 8,4x. Sämtliche Bilanzkennzahlen weisen damit sehr solide Werte auf, was nach unserer Einschätzung die Resilienz des Unternehmens gegenüber einem möglichen konjunkturellen Abschwung belegt.
- Ⓢ **Geringe Volatilität der Aktie:** Nach Angaben der Deutsche Börse ist die ecotel-Aktie mit einem 250-Tage-Beta von 0,289 ein bemerkenswert gering volatiles Wertpapier.

Wir haben die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von ecotel communication identifiziert:

Schwächen

- Ⓢ **Dienstleistungen in wettbewerbsintensiven Branchen:** Nach unserer Einschätzung weisen die von ecotel angebotenen Telekommunikationsdienstleistungen kaum echte Alleinstellungsmerkmale auf. Lange Zeit war das Unternehmen daher auch mit einer industrietypisch hohen Churn-Rate konfrontiert. Diese scheint sich aber in den vergangenen drei Jahren gebessert zu haben.

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

Chancen

- Ⓢ **Makro-Trends entwickeln die Telekommunikationsbranche schneller als je zuvor:** Die Telekommunikationsdienstleistungsindustrie ist weit davon entfernt, eine reife Branche zu werden. Gerade Telekommunikationsunternehmen haben sich in der COVID-19-Pandemie als eine der systemrelevanten Branchen herauskristallisiert. Auch nach Abflauen der Pandemie wird sich daran nach unserer Einschätzung nichts ändern. Das Zusammenbringen von Menschen, die Ermöglichung professioneller und sozialer Kommunikation, die Ermöglichung des Zugriffs von Produkten und Dienstleistungen durch deren Migration in die Cloud und die Resilienz inmitten der COVID-Krise gehören zu den Highlights der Telekommunikationsbranche des vergangenen Jahres.
- Ⓢ **Managed-Service-Provider profitieren von Remote-Arbeit:** In Volkswirtschaften, die immer stärker auf Home Office zurückgreifen, wenden sich Unternehmen regelmäßig – nach einer Studie von IDG fast 55 % der Unternehmen – an Managed-Service- oder Cloud-Service-Provider, um deren Mehrwertdienste in Anspruch zu nehmen und jene Sicherheitsrisiken zu reduzieren, die seit dem Ausbruch der Pandemie aufgrund der zunehmenden Remote-Arbeit um ein Vielfaches gestiegen sind.

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

Risiken

- Ⓢ **Hohe Wettbewerbsintensität gehört für Telekommunikationsanbieter schon seit der Deregulierung 1998 zur Agenda.** In den vergangenen Jahren hat sich jedoch das Kundenverhalten deutlich schneller verändert als zuvor: Zum Beispiel wird die Customer Journey zunehmend fragmentiert. Um wettbewerbsfähig zu

bleiben, müssen die Diensteanbieter in diesem Umfeld in der Lage sein, ihr Geschäft ständig anzupassen. Wir sind der Meinung, dass diese Anpassung mittelständisch geprägten Unternehmen wie ecotel besser gelingen wird als Großkonzernen.

- Ⓢ **Niedrige FTTB/FTTH-Raten in Deutschland:** Der technische Fortschritt in der Datenübertragung über Kupfer hat in den vergangenen Jahren zwar die Bandbreite deutlich erhöht, allerdings ist die Distanz, mit der hohe Geschwindigkeiten über Kupferdraht zurückgelegt werden, grundsätzlich limitiert. Für immer mehr Anwendungen sind Glasfasernetze – Fiber-to-the-Building (FTTB) oder sogar Fiber-to-the-Home (FTTH) – erforderlich. Allerdings ist gerade in Deutschland die Durchdringung mit FTTB/FTTH im internationalen Vergleich niedrig.
- Ⓢ Die **Konvergenz von Festnetz und Mobilfunk** wird nach unserer Einschätzung vor allem in Märkten mit hoher Wettbewerbsintensität und in Märkten mit mehreren integrierten Betreibern von Mobilfunk- und Festnetzanlagen an Bedeutung gewinnen. Da Konvergenz in der Regel mit Preisnachlässen verbunden ist, könnte sie die Kosten für die Kundenanbindung reduzieren – mit entsprechenden Auswirkungen auf die Ertragslage der Beteiligten.

Der deutsche Telekommunikationsmarkt

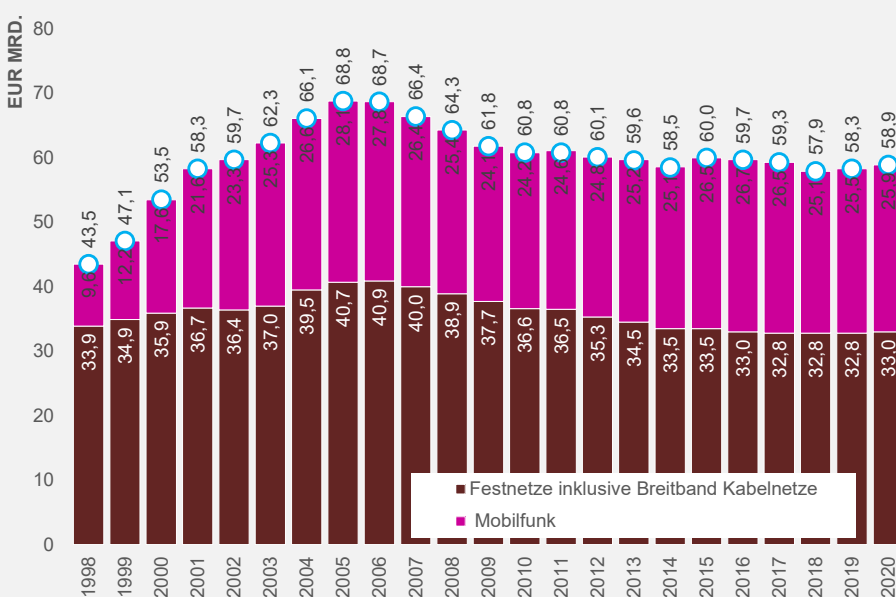
Telekommunikationsdienste erzielten in Deutschland im vergangenen Jahr einen Gesamtumsatz von EUR 58,9 Mrd. (2019: EUR 58,3 Mrd., +1,0% YoY). Davon entfielen EUR 33 Mrd. (2019 EUR 32,8 Mrd.) bzw. 56,0% auf Festnetzdienste (inklusive Breitband Kabelnetze). Damit konnten die Festnetzdienste ihren Marktanteil seit 2003 weitgehend behaupten. Jedoch findet innerhalb des Festnetzmarktes ein intensiver Wettbewerb sowohl zwischen den verschiedenen Anbietern als auch zwischen den verschiedenen Technologien statt. Mit wachsendem Datenverbrauch steigen auch die Ansprüche an das Breitbandnetz. Allerdings hat sich der Strukturwandel in Deutschland bisher – im Vergleich zu den internationalen Vorreitermärkten – erst unvollständig vollzogen. Von den 2020 vermarkteten 36,2 Mio. Breitbandanschlüssen entfielen 25,6 Mio. auf DSL-Anschlüsse und nur 1,9 Mio. auf echte FTTB/FTTH- (Glasfaser-) Anschlüsse.

Leicht steigende Umsätze im Gesamtmarkt Telekommunikationsdienstleistungen

Vom Gesamtmarkt der Telekommunikationsdienstleistungen in Deutschland entfielen im vergangenen Jahr Umsätze in Höhe von EUR 33 Mrd. (2019 EUR 32,8 Mrd.) bzw. 56,0% auf Festnetzdienste (inklusive Breitband Kabelnetze), die übrigen EUR 25,9 Mrd. (2019 EUR 25,5 Mrd.) wurden mit Mobilfunkleistungen erzielt.

Telekommunikationsdienste generierten 2020 einen Gesamtumsatz von EUR 58,9 Mrd. (2019: EUR 58,3 Mrd.)

ABBILDUNG 20: UMSÄTZE MIT TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTEN IN DEUTSCHLAND, 1998-2020



Im vergangenen Jahr stiegen die Umsätze mit Telekommunikationsdiensten um 1,0% auf EUR 58,9 Mrd. Dabei stiegen die Umsätze im Bereich Festnetze, inkl. Kabelnetze um 0,6%, im Bereich Mobilfunknetze um 1,6%. (Schätzungen des VATM).

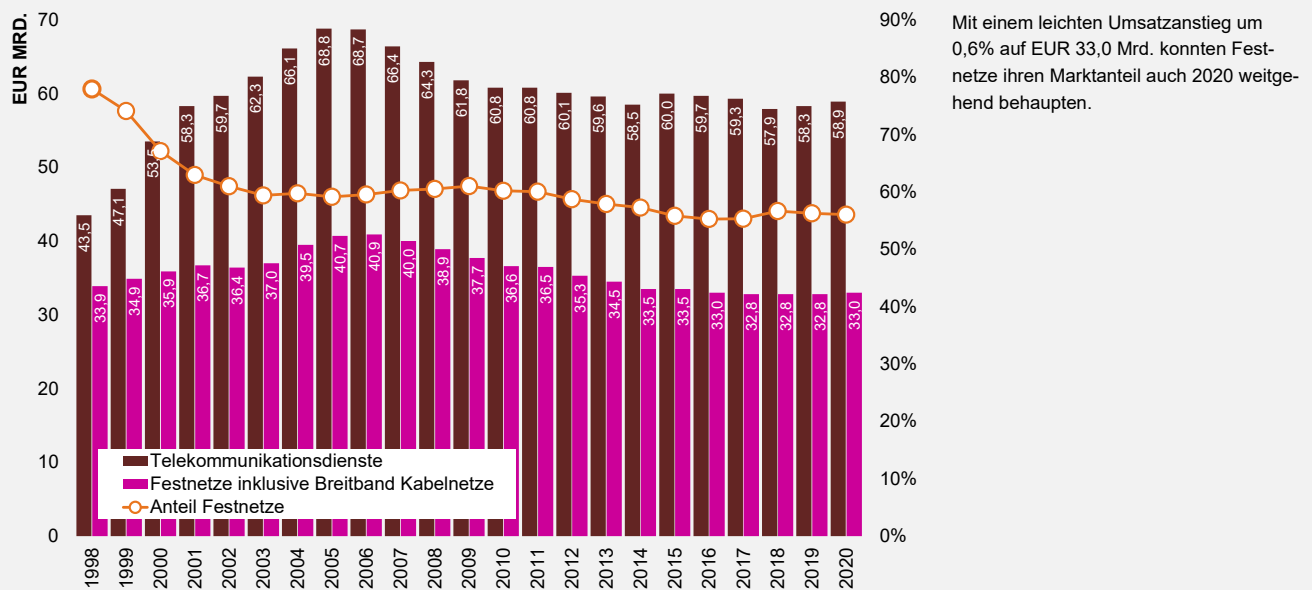
QUELLE: DIALOG CONSULT/VATM, SPHENE CAPITAL

Marktanteil des Festnetzes seit Beginn des Jahrtausends nur leicht gesunken

Der Marktanteil der Festnetze lag 2020 bei 56,0% (2019 56,3%). Steigende Umsätze im Teilsegment Breitband Kabelnetze gleichen seit Jahren einen stetigen Rückgang bei den übrigen Festnetzdiensten aus. Durch diese Entwicklung hat sich der gesamte Bereich Festnetze seit 2003 stabilisiert und nur noch geringfügige Marktanteile von rund 3 Prozentpunkten verloren.

Der Marktanteil der Festnetze lag 2020 bei 56%

ABBILDUNG 21: UMSÄTZE IM BEREICH FESTNETZE, 1998-2020



Mit einem leichten Umsatzanstieg um 0,6% auf EUR 33,0 Mrd. konnten Festnetze ihren Marktanteil auch 2020 weitgehend behaupten.

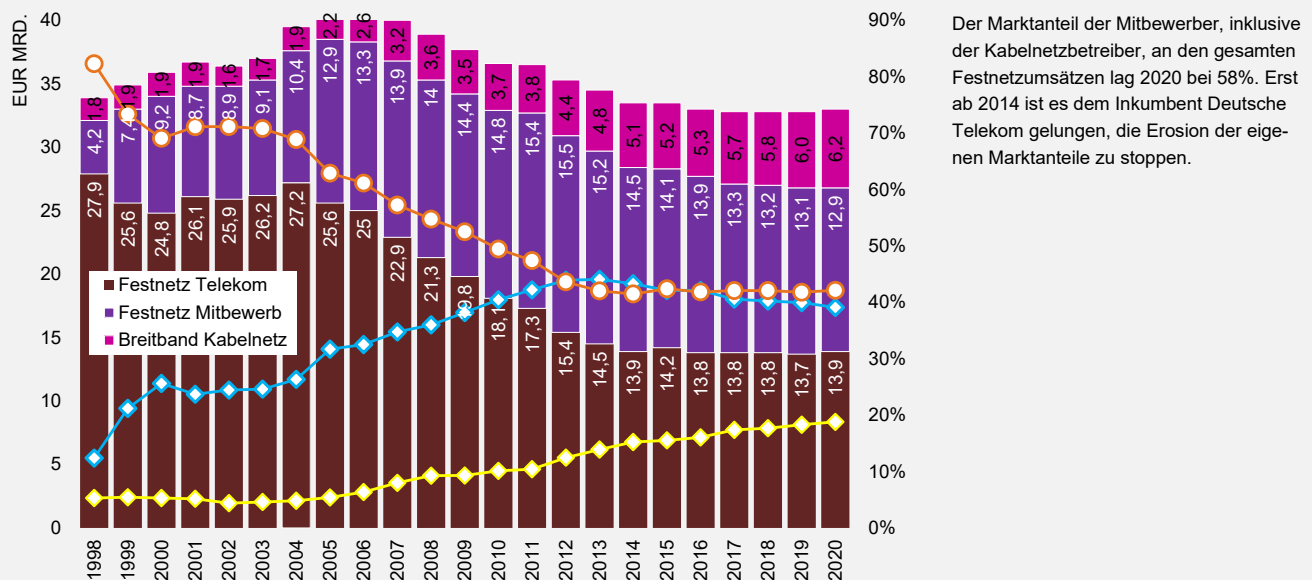
QUELLE: DIALOG CONSULT/VATM, SPHENE CAPITAL

Intensiver Wettbewerb auf dem Netz ...

Jedoch findet innerhalb des Festnetzmarktes ein intensiver Wettbewerb sowohl zwischen den verschiedenen Anbietern als auch zwischen den verschiedenen Technologien statt.

Wettbewerb zwischen den Anbietern und Technologien

ABBILDUNG 22: AUFTEILUNG DER FESTNETZUMSÄTZE, 1998-2020



Der Marktanteil der Mitbewerber, inklusive der Kabelnetzbetreiber, an den gesamten Festnetzumsätzen lag 2020 bei 58%. Erst ab 2014 ist es dem Inkubent Deutsche Telekom gelungen, die Erosion der eigenen Marktanteile zu stoppen.

QUELLE: DIALOG CONSULT/VATM, SPHENE CAPITAL

Im Zuge dessen ist der Marktanteil des Inkumbent Deutsche Telekom von rund 70% noch zu Beginn des Jahrtausends auf zuletzt 42% gesunken – wobei das Unternehmen im Geschäftskundenbereich nach wie vor einen höheren Marktanteil hält. Erst ab 2014 ist es der Deutschen Telekom gelungen, die Erosion der Marktanteile zu stoppen, zum gleichen Zeitpunkt, zu dem sie – mit großer Verspätung zu den Mitbewerbern – damit begonnen hat, die Umstellung auf IP-basierte Sprachanschlüsse (VoIP) voranzutreiben. Hatte die Deutsche Telekom bis 2013 erst 4,1% ihrer Sprachanschlüsse auf VoIP umgestellt, so lag der Anteil der VoIP-Anschlüsse bei den Mitbewerbern zu diesem Zeitpunkt bereits bei knapp 63%.

... auf der Basis von innovativen Kommunikationsdienstleistungen

Ausgetragen wird der Wettbewerb zwischen den Anbietern nicht zuletzt auf der Basis von innovativen Kommunikationsdienstleistungen. Dabei kommt es nach Einschätzung von Bain & Company darauf an, dass diese als passgenaue und einfache, digitale Produkte und Prozesse angeboten werden.

TABELLE 11: BANDBREITENANFORDERUNGEN VERSCHIEDENER DIENSTE UND ANWENDUNGEN	
Anwendung	Bandbreitenanforderung in Mbit/s
Messaging	0,01
E-Mail	1
Telefonie (VoIP)	0,1
Videolanrufe (HD)	1,5 – 3
Videolanrufe (Gruppenvideo mit > 7 Personen)	8
Musikstreaming	6
Videostreaming SD (720 x 576 Pixel)	3,5 – 6
Videostreaming HD (1.920 x 1.080 Pixel)	9
Videostreaming 4K bzw. UHD (3.840 x 2.160 Pixel)	15 – 25
Life-Virtual-Reality HD	20
Life-Virtual-Reality HD	35
Online-Games (Multiplayer-Spiele)	100

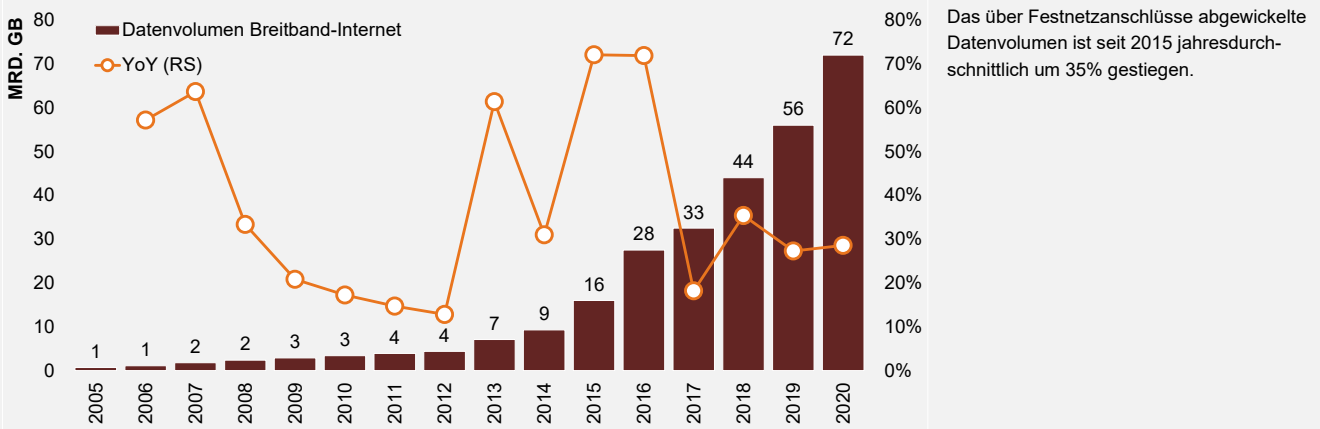
QUELLE: ELEKTRONIK-KOMPENDIUM.DE, CHIP.DE, MICROSOFT, SPHENE CAPITAL

Starker Anstieg des Datenverbrauchs

Die zunehmende Verbreitung datenintensiver Dienste und Anwendungen wie Videostreaming und Online-Gaming haben in den vergangenen fünf Jahren zu einem starken Anstieg des Datenverbrauchs beigetragen. Seit 2015 ist der Datenverbrauch in Deutschland mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von rund 35% gewachsen.

Auch im vergangenen Jahr schwoll der Datenverbrauch weiter an. Damit wurden den Schätzungen des Branchenverbands VATM zufolge im vergangenen Jahr 72 Mrd. (+29% YoY) Gigabyte (GB) Datenvolumen verschickt oder heruntergeladen. Pro Anschluss lag das durchschnittlich verbrauchte monatliche Datenvolumen bei 168 GB (+25% YoY).

ABBILDUNG 23: GENUTZTES DATENVOLUMEN BREITBAND INTERNET, 2005-2020

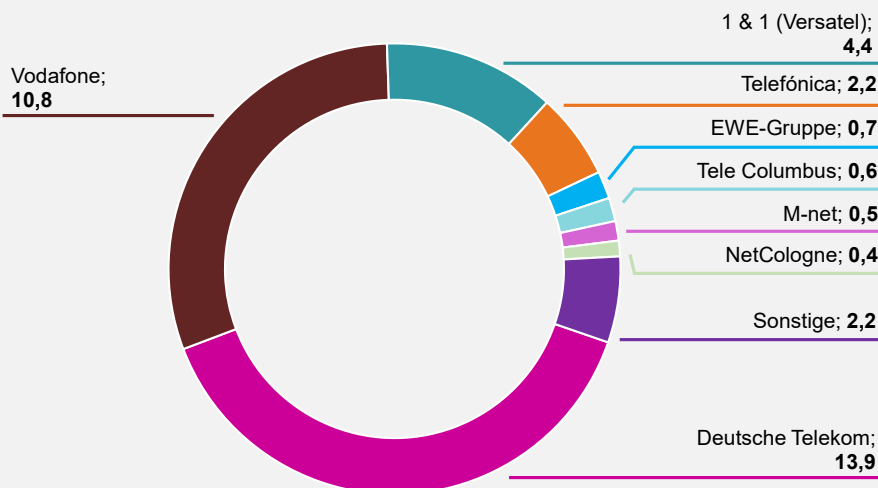


QUELLE: DIALOG CONSULT/VATM, SPHENE CAPITAL

Hohe Marktkonzentration der drei größten Breitbandanbieter

Während der Marktanteil der Deutschen Telekom – gemessen an der Anzahl der Breitbandkunden – seit 2010 von rund 45% auf zuletzt 39% zurückgegangen ist, haben Vodafone und 1&1 (United Internet) ihre Marktanteile nicht zuletzt durch Übernahmen und im Zuge von Zusammenschlüssen ausgebaut. Zusammen erreichten die drei größten Anbieter zuletzt einen Marktanteil von 81%.

ABBILDUNG 24: ANZAHL DER KUNDEN VON BREITBAND-FESTNETZANSCHLÜSSEN, 2020



Durch die Übernahme von Unitymedia durch Vodafone hat die Marktkonzentration 2019 weiter zugenommen. Zusammen erreichen die drei größten Anbieter Deutsche Telekom, Vodafone und 1&1 im vergangenen Jahr einen Marktanteil bei den Breitbandkunden von 81%.

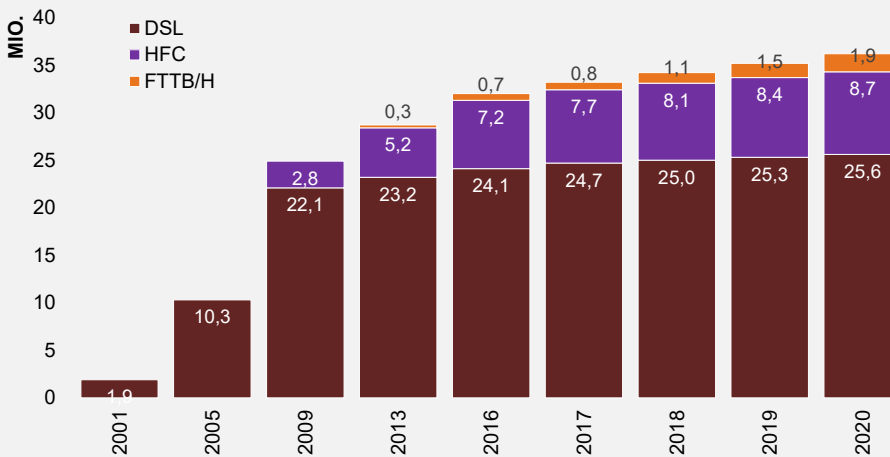
QUELLE: DIALOG CONSULT/VATM, SPHENE CAPITAL

Wettbewerb zwischen den Technologien

Bisher setzt der Inkumbent, die Deutsche Telekom, in Deutschland vorrangig auf die VDSL- bzw. Super-Vectoring-Technologie. Der Ausbau des Glasfasernetzes wird währenddessen durch zahlreiche kleinere regionale Anbieter vorangetrieben. Vor diesem Hintergrund hat sich der Strukturwandel in Deutschland bisher – vor allem im Vergleich

zu den internationalen Vorreitern Südkorea, Japan, Schweden und Spanien – noch nicht vollzogen. Von den 2020 vermarkteten 36,2 Mio. (2019: 35,2 Mio.) Breitbandanschlüssen entfielen 25,6 Mio. auf DSL-Anschlüsse. Allerdings sinkt deren Anteil kontinuierlich auf zuletzt 70,8% (2016: 75,0%); überdies sind mit ADSL 2 und VDSL 2 die Übertragungskapazitäten der alten Technologien bereits weitgehend ausgereizt.

ABBILDUNG 25: ZAHL DER VERMARKETEN BREITBANDANSCHLÜSSE NACH NETZART, 2001-2020



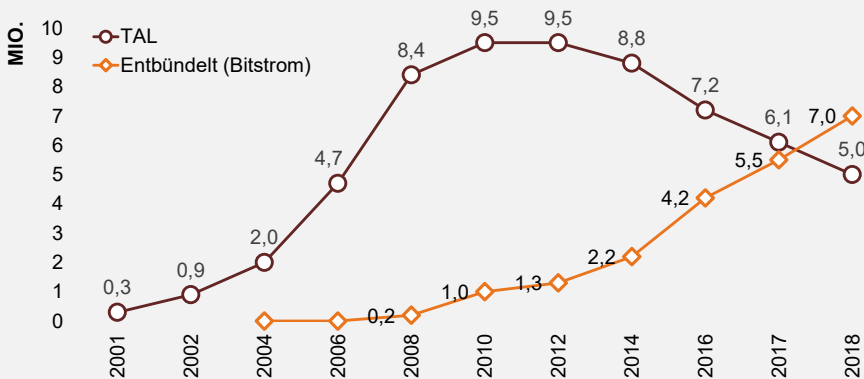
Der Technologiewandel hat sich noch nicht nachhaltig vollzogen. Die Mehrheit der Breitbandanschlüsse wird weiterhin über DSL-Anschlüsse realisiert; deren Anteil lag 2020 bei 70,8%, sinkt aber kontinuierlich.

Anmerkung: Hybrid Fiber Coax (HFC) Netze nutzen zur Verteilung im Regionalbereich Glasfaser, bis in die Nähe der Haushalte/ FTTC (Fibre to the Curb). An den Endpunkten werden die optischen Signale in elektrische Signale umgewandelt.

QUELLE: DIALOG CONSULT/VATM, SPHENE CAPITAL

Seit der Liberalisierung der Telekommunikationsnetze kommt der **Teilnehmeranschlussleitung (TAL)** eine besondere Bedeutung zu. Sie wird in der Regel von jeweiligen lokalen Zugangsnetz-Monopolisten kontrolliert und ist nur durch hohe Investitionen darstellbar. Um dennoch den Wettbewerb um die besten Telekommunikationsdienstleistungen für die Kunden zu stärken und neuen Anbietern einen wirtschaftlichen Zugang zu den Kundenanschlüssen zu ermöglichen, ist es Aufgabe der Bundesnetzagentur als zuständige Regulierungsbehörde für angemessene Tarifentgelte für die Vorleistungen der Deutschen Telekom zu sorgen.

ABBILDUNG 26: VORLEISTUNGEN DER DEUTSCHEN TELEKOM FÜR FESTNETZANSCHLÜSSE DER MITBEWERBER, 2001-2018



Die Anzahl der von den Mitbewerbern angemieteten Teilnehmeranschlussleitungen (TAL) hat sich seit 2012 fast halbiert, während sich die Bitstrom-Vorleistungen von 1,3 Mio. auf 7,0 Mio. vervielfacht haben. Hintergrund dafür ist, dass Mitbewerber über die TAL-Vorleistungen der Telekom keine eigenen VDSL Produkte anbieten können.

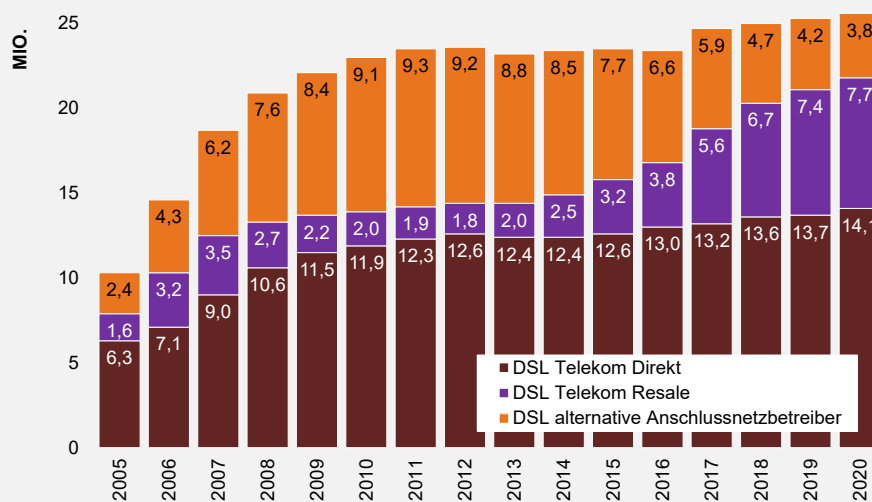
QUELLE: DIALOG CONSULT/VATM, SPHENE CAPITAL

Die Möglichkeiten, Mitbewerbern Zugang zu den Anschlüssen der Kunden zu gewährleisten, umfassen die **vollständige Entbündelung der TAL**, **Line-Sharing** sowie den **Bitstromzugang**.

Vollständige Entbündelung: Dabei handelt es sich um die Vorgabe für Festnetzanbieter mit hoher Marktmacht bei den Teilnehmeranschlussleitungen (TAL), die Anschlussleistung entkoppelt (entbündelt) von eigenen Verbindungsleistungen anzubieten. Mitbewerber ohne eigenes Leitungsnetz zum Teilnehmer (Kunden) sollen in die Lage versetzt werden, eigene leitungsbasierte Dienste (Telefonanschluss, DSL, IP TV, Video on Demand, u. a.) anzubieten. Die TAL wird dabei direkt an das Netz des Mitbewerbers angeschlossen.

Das **Line-Sharing** ist eine Variante der Entbündelung der TAL, bei der nur das zum Angebot von ADSL-Anschlüssen genutzte höhere Frequenzspektrum der TAL entbündelt und vom Mitbewerber genutzt wird, während der „klassische“ Telefondienst durch den etablierten Netzbetreiber über niedrige Frequenzen bereitgestellt wird.

ABBILDUNG 27: ZAHL DER DSL-ANSCHLÜSSE IN DEUTSCHLAND, 2005-2020



Der Anteil der VDSL-Kunden, die von Telekom-Mitbewerbern über Bitstrom-Vorleistungen angebunden werden, ist seit 2017 deutlich gestiegen.

QUELLE: DIALOG CONSULT/VATM, SPHENE CAPITAL

Beim **Bitstromzugang** (L2 BSA) handelt es sich um ein Vorleistungsprodukt, das Telekommunikationsunternehmen mit eigener Infrastruktur, die bis zum Endkunden reicht, anderen Mitbewerbern anbieten, damit diese ebenfalls Internet- und Telefondienste für Endkunden anbieten können. Dabei werden die Daten, die von und zu Endkunden gesendet werden, dem Mitbewerber in Form eines Datenstroms an Netzwerkschnittstellen übergeben. Es gibt unterschiedliche Bitstromzugangs-Varianten, je nachdem wie viel eigene Infrastruktur der Mitbewerber hat oder ob der Kunde einen Telefonanschluss beim zugangsanbietenden Unternehmen hat. Für den Bitstromzugang zum Kunden muss der Mitbewerber Übergabe-Schnittstellen beim Zugangsanbieter anbinden, um die von und zu den Endkunden gesendeten Daten übergeben und abnehmen zu können. Die Übergabe der Daten kann dabei auf verschiedenen Protokoll-Ebenen, beispielsweise über IP-Protokolle, erfolgen.

TABELLE 12: WESENTLICHE INDIKATOREN IM FESTNETZ IM INTERNATIONALEN VERGLEICH

Haushalte %	Angebotsseitige Faktoren				Nachfrageseitige Faktoren		
	NGA Verfügbarkeit (≥ 30 Mbit/s)	HFC Verfügbarkeit	FTTB/H Verfügbarkeit	Ø Downloadgeschwindigkeit (Mbit/s)	HH mit Festnetz-Breitbandanschluss	HH mit Breitbandkabelanschluss	HH mit FTTB/H-Anschluss
Dänemark	95	69	61	117,2	82	27	26
Frankreich	59	28	38	127,1	73	11	12
Japan	97	58	97	95,3	96	16	75
Niederlande	100	95	35	104,6	97	45	17
Schweden	86	37	72	123,8	78	13	52
Schweiz	99	84	30	139,4	95	29	18
Spanien	88	49	77	118,5	77	12	44
Südkorea	99	70	99	165,8	99	16	80
USA	94	88	25	129,7	77	48	11
UK	95	50	4	64,3	93	18	2
Deutschland	88	64	9	77,0	82	19	3
Durchschnitt	91	63	50	114,8	86	23	31

QUELLE: WIK-CONSULT/BMWI (JULI 2020)

Steigende Ansprüche an das Breitbandnetz

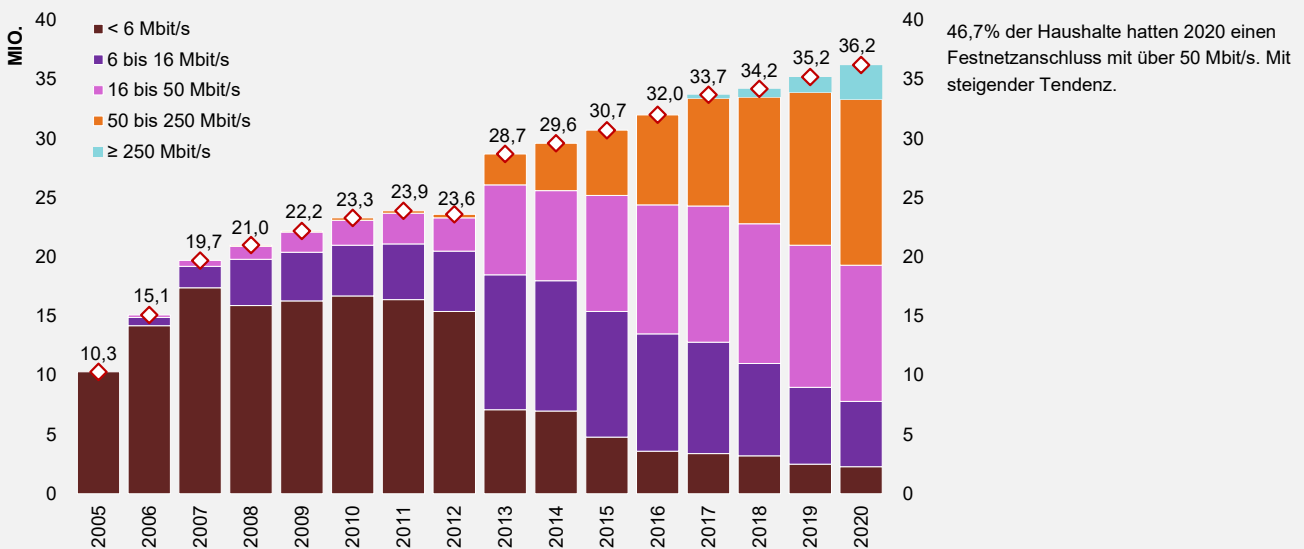
Ein Zitat soll den Unterschied zwischen Anspruch und Wirklichkeit verdeutlichen:

„Wir gestalten den Weg in die Gigabit-Gesellschaft mit höchster Priorität. Deshalb wollen wir den flächendeckenden Ausbau mit Gigabit-Netzen bis 2025 erreichen. Wir wollen den Netzinfrastrukturwechsel zur Glasfaser. Unser Ziel lautet: Glasfaser in jeder Region und jeder Gemeinde, möglichst direkt bis zum Haus. Schulen, Gewerbegebiete, soziale Einrichtungen in der Trägerschaft der öffentlichen Hand und Krankenhäuser werden wir bereits in dieser Legislaturperiode direkt an das Glasfasernetz anbinden.“

So lautet das Versprechen von CDU, CSU und SPD im Koalitionsvertrag aus dem Jahr 2018.

In der obigen, einer Studie von WIK-Consult im Auftrag des BMWi entnommenen Tabelle 12 landete Deutschland im internationalen Ranking von Verfügbarkeit und Marktanteilen leistungsfähiger Glasfasernetze bis in die Gebäude bzw. Wohnung auf dem vorletzten Platz.

ABBILDUNG 28: GEBUCHTE BREITBANDANSCHLÜSSE NACH EMPFANGSDATENRATE, 2005-2020

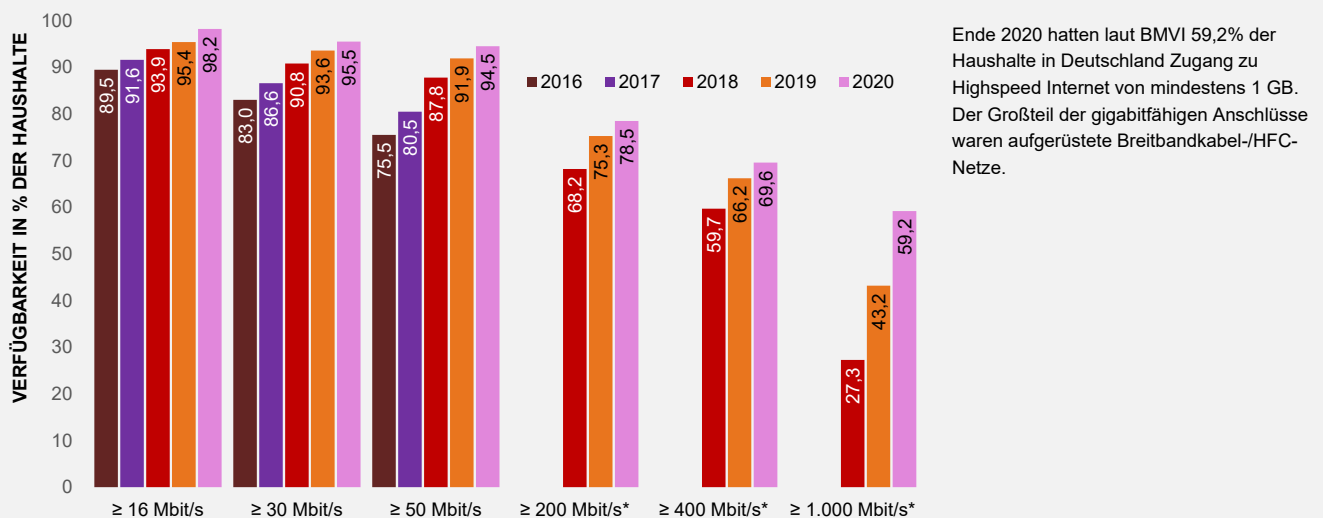


QUELLE: DIALOG CONSULT/VATM, SPHENE CAPITAL

Stand der Infrastruktur in Deutschland ...

Bis Ende 2020 hatten deutschlandweit 98,2% der Haushalte einen Zugang zu Breitbandinternet mit Geschwindigkeiten von mindestens 16 Mbit/s. Fast 60% der Haushalte hatten Zugang zu Bandbreiten von mehr als 1.000 Mbit/s. Die Zahl hat sich gegenüber 2018 mehr als verdoppelt. Ein Großteil der gigabitfähigen Anschlüsse entfiel auf aufgerüstete Breitbandkabel-/HFC-Netze. Von den 5,1 Mio. Haushalten, die bereits an das Glasfasernetz angebunden waren, waren 60% auch durch aufgerüstete Breitbandkabelnetze abgedeckt.

ABBILDUNG 29: BREITBANDVERFÜGBARKEIT IN DEUTSCHLAND, 2020



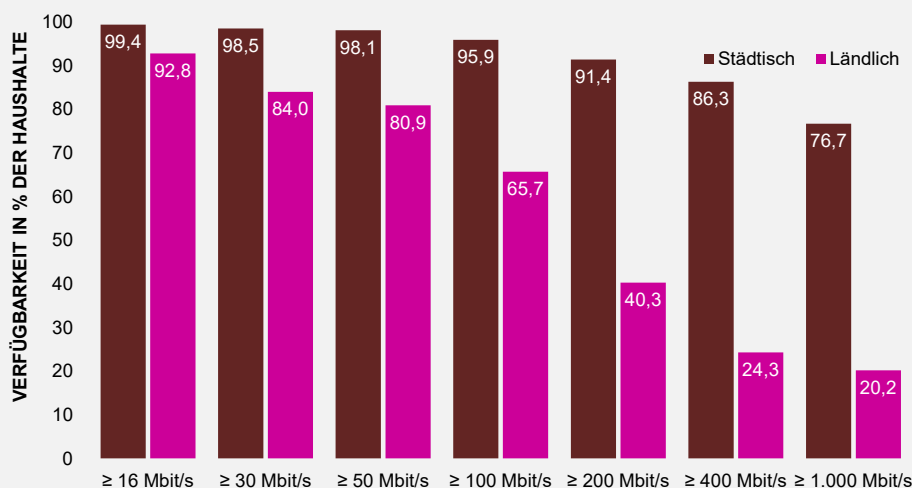
QUELLE: BMVI, SPHENE CAPITAL

* VOR 2018 STEHEN KEINE DATEN ZUR VERFÜGUNG

... mit starkem Gefälle zwischen Stadt und Land

Allerdings ist das Gefälle zwischen dem städtischem und ländlichem Raum besonders bei hohen Geschwindigkeiten erheblich.

ABBILDUNG 30: BREITBANDVERFÜGBARKEIT STÄDTISCHER UND LÄNDLICHER RAUM, 2020



Das Gefälle zwischen dem städtischem und ländlichem Raum ist besonders bei hohen Geschwindigkeiten groß. Dabei wären leistungsfähige Netze in ländlichen Regionen, mit höherem Anwendungsbedarf – beispielsweise nach E-Health – besonders notwendig.

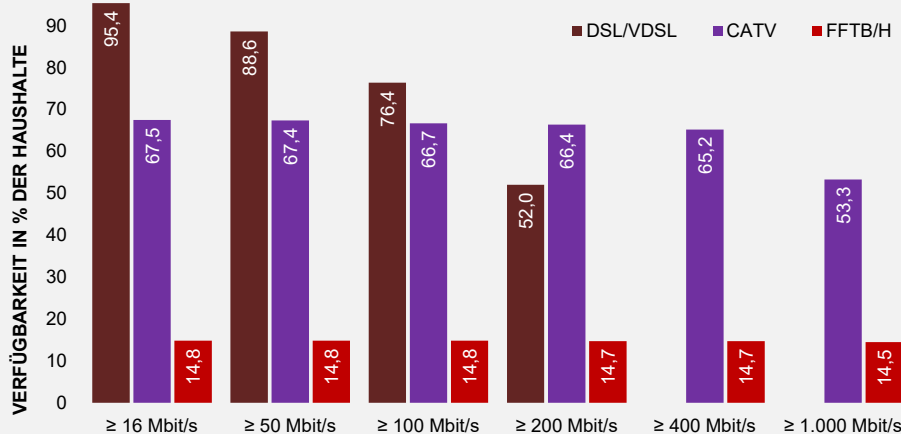
QUELLE: BMVI, SPHENE CAPITAL

* VOR 2018 STEHEN KEINE DATEN ZUR VERFÜGBUNG

Weiter Weg bis zum Erreichen des zugesagten Glasfaserausbau

Trotz der ambitionierten Zusagen im Koalitionsvertrag von 2018 waren bis Ende 2020 in Deutschland erst 5,115 Mio. Glasfaseranschlüsse (FTTB/H) verfügbar. Im Vergleich zu 2019 (4,14 Mio.) ist die Zahl der Glasfaseranschlüsse um knapp eine Million gestiegen. Seit 2016 hat sich das Angebot der FTTB/H-Anschlüsse fast verdoppelt. Tatsächlich gebucht waren bis Ende 2020 knapp 1,9 Mio. Anschlüsse, was einer Take-up-Rate von 36,6% entspricht (2016: 29,2%).

ABBILDUNG 31: ANZAHL DER VERMARKETEN BREITBANDANSCHLÜSSE, 2020



Per Ende 2020 haben 14,5% der Haushalte grundsätzlich einen Zugang zu FTTH/B (Glasfaser)-anschlüssen.

QUELLE: DIALOG CONSULT/VATM, SPHENE CAPITAL

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

ecotel generiert zum überwiegenden Teil Umsätze aus dem Verkauf von Sprach- und Datenlösungen an kleine und mittelständischen Unternehmen, einzelne Großkunden und Privatkunden. Die Aufwendungen sind zum größten Teil variabel, Fixkosten etwa für Personal- oder sonstige betriebliche Aufwendungen sind demgegenüber von geringerer Bedeutung. Da in den vergangenen Jahren überdies eine Umschichtung der Geschäftsaktivitäten hin zu hochmargigen Geschäftsbereichen zu beobachten war, sollte das Unternehmen in den kommenden Jahren eine starke Skalierung der Ertragslage erreichen können. Nach unseren Schätzungen wird ecotel in diesem Jahr Umsätze in Höhe von EUR 96,4 Mio. (-2,0% YoY) erwirtschaften. Für das operative Ergebnis (EBITDA) rechnen wir dagegen mit einem signifikanten Anstieg auf EUR 14,2 Mio. von EUR 11,6 Mio. im Jahr 2020, was jenseits des oberen Rands der vom Vorstand ausgesprochenen Ertrags-Guidance (EUR 12-14 Mio.) liegt. Für die kommenden fünf Jahre rechnen wir in dem von uns unterstellten Base-Case-Szenario mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 138,9 Mio. und des operativen Ergebnisses (EBITDA) auf EUR 25,8 Mio.

Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2021e

Zusammen mit dem Geschäftsbericht 2020 wurde auch eine erste Umsatz- und Ergebnis-Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2021e veröffentlicht. Bei deren Erstellung hat ecotel nach unserer Ansicht davon profitiert, ein von zyklischen Schwankungen weitgehend unabhängiges Geschäftsmodell zu betreiben.

Unter diesen Prämissen sehen wir die Guidance als konservativ an und gehen davon aus, dass der Vorstand die Planzahlen bei der Veröffentlichung der nächsten Quartalszahlen nach oben anpassen wird.

TABELLE 13: MANAGEMENT-GUIDANCE 2021E

		2021e		
		2020	Untergrenze	Obergrenze
Umsatz Geschäftskunden	EUR Mio.	46,3	47,0	50,0
Umsatz easybell	EUR Mio.	21,5	24,0	26,0
Umsatz nacamar	EUR Mio.	2,3	2,0	2,5
EBITDA	EUR Mio.	11,6	12,0	14,0
YoY	%	32,7%	3,8%	21,1%
In % der Erlöse	%	11,7%	n/a	n/a
Davon Geschäftskunden	EUR Mio.	4,8	5,5	6,5
Davon easybell	EUR Mio.	5,9	6,0	7,0
Davon nacamar	EUR Mio.	0,6	0,5	1,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Veröffentlichung einer Mittelfrist-Guidance

Als eines der wenigen Small Cap-Unternehmen in Deutschland veröffentlicht ecotel neben der Jahres-Guidance auch eine Mittelfrist-Guidance, die in den Jahren 2022e bis 2024e erreicht werden soll. Auch die bei Banken einzuhaltenden Kredit-Covenants werden im Geschäftsbericht bereitwillig offengelegt. Besonders hervorzuheben ist nach unserer Einschätzung die Zielvorgabe einer Rohertragsmarge im Geschäftsbereich

Geschäftskunden von mehr als 55%, was eine deutliche Steigerung (+800 bps) gegenüber der im letzten Jahr erzielten Marge von 47,1% bedeutet.

TABELLE 14: MITTELFRIST-GUIDANCE BZW. QUANTITATIVE FINANCIAL-COVENANTS

		2020 (Ist)	Für das Jahr	Zielwert
Guidance				
Rohertragsmarge im B2B-Bereich	%	47,1%	2024e	>55%
Wachstumsabhängige Investitionen	EUR Mio.	5,9	2021e/2022e	7,0
Free Cashflow je Aktie	EUR	1,25	ab 2021e	>1,00
Ausschüttungsquote (Anteil des EPS)	%	49,1%	n/a	>50%
EBITDA	EUR Mio.	11,6	2021ff	↗
Covenants				
EBITDA-Marge	%	11,7	n/a	>5%
Eigenkapitalquote	%	43,4%	n/a	>40%
Kapitaldienst (Zins und Tilgung)	EUR Mio.	2,0	20021e/2022e	6,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Negative Effekte der ISDN-Abschaltung

Für die Einordnung des von uns prognostizierten Umsatzwachstums sind die erheblichen Effekte aus der ISDN-Abschaltung zu nennen, denen ecotel in den vergangenen Jahren ausgesetzt war. Die Umstellung des Festnetzes auf IP-Telefonie und die Umstellung der Anschlüsse auf VDSL-Technologie durch die Deutsche Telekom hatten zur Folge, dass die Verträge mit jenen Anschlussnehmern, die einen ISDN- oder Analog-Telefonanschluss mit DSL kombinieren wollten, in einen VDSL-Anschluss umgewandelt werden mussten. Nur noch reine Analog-Telefonanschlüsse ohne DSL können im VDSL-Vectoring erhalten bleiben, werden jedoch von der Deutschen Telekom sukzessive in das Voice-over-IP-Netz übergeführt.

Für ecotel hatte die Migration der traditionellen Kundenanschlüsse erhebliche Folgen, da nicht alle Kundenverhältnisse gehalten und in die All-IP-Technologie überführt werden konnten. Nach unseren Berechnungen sind in den vergangenen sechs Jahren Kunden mit einem kumulierten Umsatzvolumen von EUR 13,4 Mio. pro Jahr verloren gegangen (siehe Tabelle 14). In diesem Jahr dürften letztmals Migrationseffekte – mit voraussichtlich EUR 0,8 Mio. (eigene Schätzung) wenngleich in deutlich geringerem Ausmaß als zu den Spitzenzeiten der Jahre 2018 und 2019 – zu beobachten sein.

Um sich ein realistische Bild von den tatsächlichen Erfolgen der letzten Jahre zu verschaffen, sollten die in den vergangenen Jahren zu beobachtenden Umsatzwachstumsraten daher um diese Umsatzeinbußen im Gesamtbetrag von EUR 14,2 Mio. bereinigt werden.

TABELLE 15: UMSATZEINBUSSEN DURCH ISDN-MIGRATION, 2016-2021E+

		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	>2021e
Umsatzeinbußen aus ISDN-Migration	EUR Mio.	-0,9	-2,2	-3,4	-6,3	-0,6	-0,8	0
Kumuliert	EUR Mio.	-	-3,1	-6,5	-12,8	-13,4	-14,2	-14,2

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Positive Effekte der ISDN-Abschaltung

Auf der anderen Seite hatte die ISDN-Abschaltung auch positive Effekte für ecotel. War ecotel im ISDN-Sprachgeschäft als reiner Reseller positioniert, der seine Wertschöpfung mit dem vorgeschalteten Netzbetreiber teilen musste (was eine Rohertragsmarge von unter 50% zur Folge hatte), ist ecotel im All-IP-Sprachdienstbereich als eigenständiger Teilnehmernetzbetrieb positioniert (was eine Rohertragsmarge von mehr als 80% zur Folge hat). Die ISDN-Abschaltung hatte also eine signifikante Verbesserung im Kundenmix zu Gunsten margenstärkerer Kunden zur Folge.

Regulatorische Eingriffe durch das Telekommunikationsgesetz

Eine weitere Besonderheit ist bei der Umsatzprognose von ecotel zu berücksichtigen. Ende 2018 wurde in Deutschland eine Änderung des Telekommunikationsgesetz (TKG) verabschiedet, die für mittelständische Telekommunikationsunternehmen gravierende Folgen haben kann. In einer Neufassung des § 35 Abs. 5a TKG wurde bestimmt, dass Telekommunikationsunternehmen die von der Bundesnetzagentur genehmigten Terminierungsentgelte, die sich die Netzbetreiber gegenseitig für die Anrufzustellung berechnen, nachträglich gerichtlich überprüfen lassen können. Entscheidet das angerufene Verwaltungsgericht später, dass Anspruch auf höhere Entgelte für bereits erbrachte Leistungen bestanden hat, kann das Unternehmen lediglich dann rückwirkend Nachzahlungen verlangen, wenn das abnehmende Telekommunikationsunternehmen einen Jahresumsatz von mehr als EUR 100 Mio. aufweist.

§ 35 Abs. 5a TKG: „Werden Entgelte nach dem 31. Juli 2018 erstmalig genehmigt, findet Absatz 5 Satz 3 keine Anwendung, wenn der Vertragspartner gemäß Absatz 5 Satz 1 Zugangsleistungen nachfragt und dieses Unternehmen im letzten Geschäftsjahr vor der Klageerhebung, für das ein Jahresabschluss vorliegt, einen Jahresumsatz von mehr als 100 Millionen Euro erzielt hat. Umsätze verbundener Unternehmen im Sinne des § 3 Nummer 29 sind zu berücksichtigen, wenn die verbundenen Unternehmen ebenfalls Umsätze auf Telekommunikationsmärkten erzielen.“

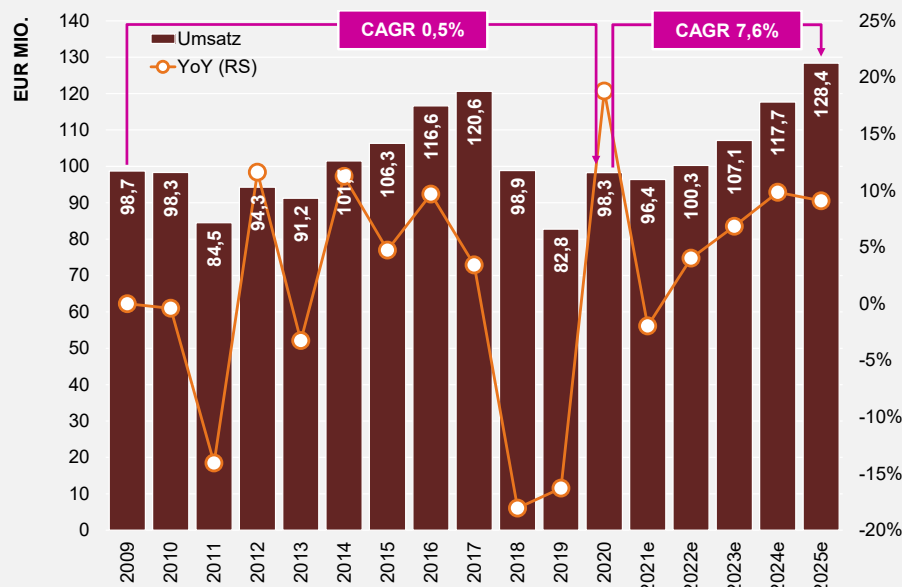
Um sich vor Risiken aus nachträglich regulierten Einkaufspreisen von marktbeherrschenden Unternehmen zu schützen, hat ecotel nach der Verabschiedung des TKG entschieden, den Konzerngesamtumsatz vorerst unterhalb dieser Schwelle zu halten. Als anzupassende Variable wurde der Umsatz im margenschwachen Geschäftsbereich Wholesale festgelegt, der zwischen 2017 und 2020 von EUR 55,8 auf 28,3 Mio. halbiert wurde.

Bis 2025e rechnen wir mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 128,4 Mio.

Allerdings wird nach unserer Einschätzung diese Umsatzmarke nicht dauerhaft aufrechtzuhalten sein, denn zum einen kann der Umsatz im Wholesale-Bereich nicht unter eine ökonomisch sinnvolle kritische Marke gesenkt werden, zum anderen laufen die den Umsatz belastenden Effekte aus der ISDN-Abschaltung voraussichtlich in diesem Jahr aus. Unter dem Strich gehen wir in unserer Umsatzprognose davon aus, dass die 100-Mio-Marke bereits ab dem kommenden Jahr nicht mehr aufrechtzuerhalten sein wird. Bis 2025e rechnen wir mit einem Anstieg der Erlöse auf dann EUR 128,4 Mio., was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) für den Zeitraum 2020-25e von 7,6% entspricht, deutlich über den in der Vergangenheit erzielten Wachstumsraten.

Wir haben unserem Finanzmodell ein reicheres Base-Case-Szenario zugrunde gelegt.

ABBILDUNG 32: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE, 2009-2025E



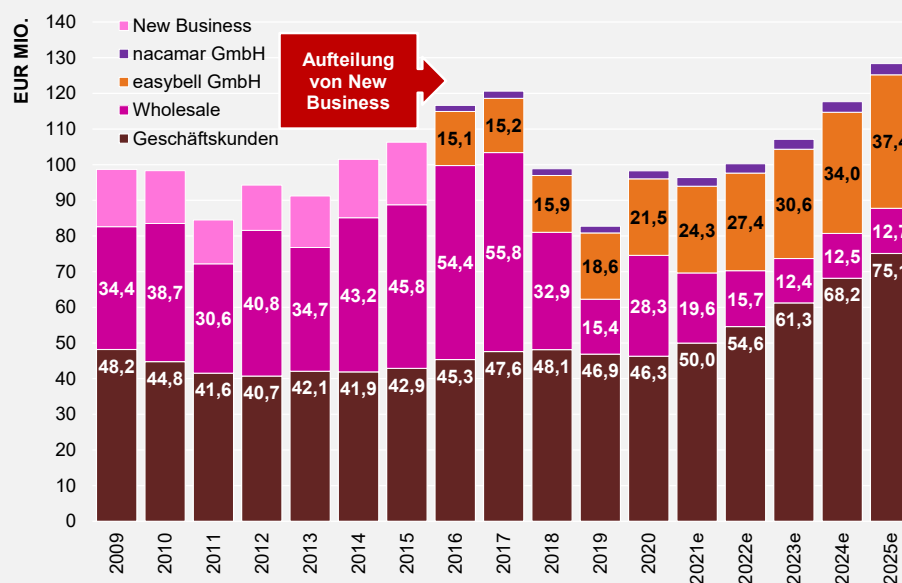
Wir gehen davon aus, dass ecotel in den kommenden Jahren seine Geschäftstätigkeit deutlich ausweiten und Umsatzwachstumsraten erreichen wird, die deutlich über den in den letzten Jahren beobachtbaren Niveaus liegen. In unserer Prognose rechnen wir damit, dass ecotel bis 2025e, in dem das Ende unserer Detailplanungsphase markiert wird, Erlöse von EUR 128,4 Mio. erwirtschaften wird. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzern Erlöse für den Zeitraum 2020-2025e von 7,6%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Segmenten

ecotel untergliedert seine Erlöse in die vier Segmente Geschäftskunden, Wholesale, easybell und nacamar. Untergliedert nach diesen Bereichen ergibt sich folgende segmentale Umsatzprognose:

ABBILDUNG 33: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2009-2025E



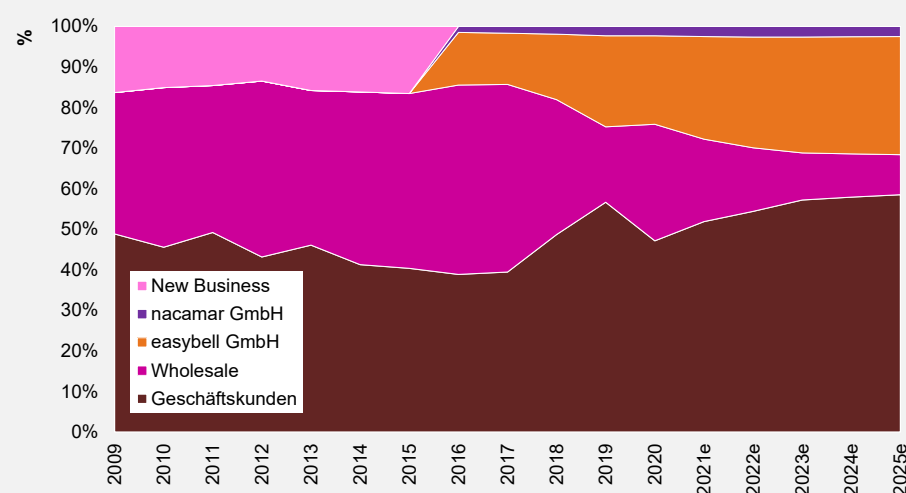
Für das Jahr 2021e rechnen wir mit Erlösen aus dem Segment Geschäftskunden in Höhe von EUR 50,0 Mio. und damit am oberen Ende der Bandbreite. Damit wird das Segment für 51,9% der Konzern Erlöse verantwortlich sein. Der margenschwache und selbst für das Management nicht prognostizierbare Bereich Wholesale, in dem ecotel „lediglich“ Vorleistungsprodukte von anderen und an andere Telekommunikationsunternehmen vermarktet, dürfte dagegen weiterhin an Bedeutung verlieren.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Geschäftskunden mit steigendem, Wholesale mit sinkendem Anteil

Was bei der Betrachtung der Absolutzahlen nicht unmittelbar auffällt ist, wie deutlich – und kontinuierlich – der Anteil des hochmargigen Segments Geschäftskunden in den kommenden vier Jahren ansteigen und der Anteil des niedrigmargigen Bereichs Wholesale im gleichen Zeitraum zurückgehen wird. Bis 2025e rechnen wir damit, dass der Bereich Geschäftskunden den Anteil an den Konzern Erlöse auf bis zu 59,0% von zuletzt 47,1% ausbauen wird. Gleichzeitig wird sich der Einfluss des wenig planbaren Segments Wholesale weiter verringern, dieses wird im Jahr 2025e noch für 9,1% der Konzern Erlöse verantwortlich sein. Seine Bedeutung ausbauen wird dagegen auch der mit dem Geschäftskundensegment vergleichbare Bereich easybell, und zwar von 21,8% (2020e) auf 29,5% (2025e).

ABBILDUNG 34: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2009-2025E



Der Trend ist eindeutig: Seit 2016 steigt der Anteil des hochmargigen Geschäftsbe-
reichs Geschäftskunden – mit einer Aus-
nahme: 2020 – sukzessive an. Wir gehen
davon aus, dass sich dieser Trend in den
kommenden Jahren fortsetzen wird.
Gleichzeitig wird sich der Einfluss des we-
nig planbaren Segments Wholesale weiter
verringern.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Rückläufige Materialaufwandsquote erwartet

Die Folgen der Entscheidung, die Bedeutung des margenschwachen Wholesale-Ge-
schäfts zu zurückzufahren, werden vor allem in den Materialaufwendungen sichtbar,
der mit Abstand wichtigsten Aufwandsposition von ecotel. Sie fallen in Zukunft nur noch
für in Anspruch genommene Fremdleistungen an, insbesondere für über das Internet
erbrachte Telefondienstleistungen einschließlich VoIP-Dienstleistungen, die ecotel an
die Zulieferer entrichten muss.

TABELLE 16: MATERIALAUFWAND UND MATERIALAUFWANDSQUOTE, 2016-2025E

		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Materialaufwand	EUR Mio.	-88,2	-90,7	-66,9	-49,2	-60,6	-53,4	-52,5	-53,5	-58,1	-62,6
in % der Gesamtleistung	%	-74,8%	-74,7%	-67,1%	-58,6%	-61,1%	-54,9%	-52,0%	-49,6%	-49,0%	-48,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Im vergangenen Jahr waren Materialaufwendungen für 61,1% der Konzern Erlöse verantwortlich, ein signifikanter Rückgang gegenüber dem Mittelwert der Jahre 2008-19 von 71,2%. Mit steigendem Anteil des Geschäftskunden- und easybell-Segments und rückläufigem Anteil des Wholesale-Segments rechnen wir für die kommenden fünf Jahre mit einem weiteren Absinken auf dann 48,5%.

Weiter leicht ansteigende Personalaufwandsquote erwartet

Seit 2016 hat ecotel die Zahl der Mitarbeiter überproportional erhöht. Waren 2016 noch 241 Mitarbeiter beschäftigt, lag diese Zahl zum Jahresende 2020 (inklusive der Tochtergesellschaften und Beteiligungen) bei knapp 300. Demgegenüber sind die Erlöse im gleichen Zeitraum um 15,% zurückgegangen, so dass sich die Personalaufwandsquote auf 16,4% von 11,1% erhöht hat. Nach unserer Einschätzung wird die Personalaufwandsquote auch in den kommenden Jahren weiter – wenngleich leicht – erhöhen. Insgesamt rechnen wir mit folgender Entwicklung:

TABELLE 17: MITARBEITERZAHL UND PERSONALAUFWAND, 2016-2025E

		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Anzahl Mitarbeiter (31.12.)		241	239	264	261	271	279	287	295	303	311
Personalaufwand	EUR Mio.	-13,1	-13,4	-14,4	-15,6	-16,3	-17,1	-18,2	-19,2	-20,4	-21,5
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-11,4	-11,5	-12,3	-13,3	-14,0	-14,8	-15,6	-16,6	-17,5	-18,5
Sozialabgaben	EUR Mio.	-1,7	-1,9	-2,0	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,7	-2,8	-3,0
in % der Gesamtleistung	%	-11,1%	-11,0%	-14,4%	-18,6%	-16,4%	-17,7%	-18,0%	-17,8%	-17,2%	-16,7%
Personalaufwand je Mitarbeiter*	kEUR	47,2	48,2	46,7	51,0	51,7	52,9	54,5	56,2	57,9	59,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* Jahresdurchschnittswerte

Im vergangenen Jahr mit Rekord-EBITDA

Im vergangenen Jahr hat ecotel mit EUR 11,6 Mio. (+32,7% YoY) das höchste EBITDA der Unternehmensgeschichte erzielt. Auch die EBITDA-Marge von 11,7% (+130 bps YoY) lag auf einem Rekord-Niveau. Insbesondere in den vergangenen drei Jahren konnte die Ertragslage deutlich verbessert werden (2017 EUR 6,7 Mio., 5,6%). Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung des EBITDA auf EUR 14,2 Mio., was einer EBITDA-Rendite von 14,6% entspricht.

ecotel wird nach unserer Einschätzung 2021e die in Aussicht gestellte Guidance übertreffen.

Unsere Schätzungen liegen über dem oberen Rand der Guidance-Bandbreite

Wir gehen mit unserer Prognose damit über die vom Vorstand in Aussicht gestellte Bandbreite hinaus, die ein EBITDA zwischen EUR 12 und 14 Mio. vorsieht.

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 18: EBITDA UND EBIT, 2016-2025E

		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBITDA	EUR Mio.	6,6	6,7	7,4	8,7	11,6	14,2	16,5	18,7	21,1	23,4
YoY	%	-15,7%	1,7%	10,4%	17,0%	32,7%	22,9%	15,9%	13,5%	12,8%	11,0%
in % der Gesamtleistung	%	5,6%	5,6%	7,5%	10,4%	11,7%	14,6%	16,3%	17,3%	17,8%	18,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-4,3	-4,6	-5,3	-7,2	-7,5	-7,5	-7,2	-6,9	-6,8	-6,7
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	2,3	2,1	2,2	1,5	4,0	6,7	9,2	11,8	14,3	16,7
YoY	%	-35,5%	-10,9%	2,9%	-31,1%	171,0%	67,1%	37,5%	28,2%	20,6%	16,8%
YoY	EUR Mio.	-1,3	-0,3	0,1	-0,7	2,5	2,7	2,5	2,6	2,4	2,4
in % der Gesamtleistung	%	2,0%	1,7%	2,2%	1,8%	4,1%	6,9%	9,1%	11,0%	12,0%	12,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

...und zwischen EBIT und Nachsteuerergebnis

Für das laufende Jahr 2021e rechnen wir mit einem Vor- und Nachsteuergewinn von EUR 6,6 Mio. (2020: EUR 3,8 Mio.) bzw. EUR 4,5 Mio. (2020: EUR 2,6 Mio.) Bei 3,5 Mio. Stück ausstehenden Aktien entspricht dies einem Gewinn je Aktie in Höhe von EUR 0,69.

Im kommenden und dem darauffolgenden Jahr rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung des Nachsteuerergebnisses auf dann EUR 1,06 (2021e) und EUR 1,44 (2022e) je Aktie.

TABELLE 19: WORKING CAPITAL, 2016-2025E

		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus L. & L.	EUR Mio.	9,3	9,3	7,9	7,4	7,2	7,2	7,7	8,4	9,5	10,7
Verbindlichkeiten aus L. & L.	EUR Mio.	-11,7	-10,4	-9,2	-10,5	-9,1	-9,2	-9,8	-10,8	-12,3	-13,8
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Working Capital	EUR Mio.	-2,4	-1,1	-1,3	-3,1	-1,9	-2,0	-2,2	-2,4	-2,7	-3,1
Änderung des Working Capital	EUR Mio.	-0,6	1,3	-0,2	-1,7	1,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Änderung des Working Capital	%	37,3%	-53,2%	18,5%	131,2%	-38,3%	8,5%	7,1%	10,0%	13,1%	12,4%
WC-Intensität	x	-0,9	-0,8	-0,6	-1,5	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
WC-Turnover	x	-56,7	-69,1	-81,2	-37,9	-39,9	-49,2	-47,4	-46,6	-45,9	-44,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Investitionen in Working Capital und Sachanlagevermögen vernachlässigbar

Bemerkenswertes Detail am Geschäftsmodell von ecotel ist, dass das Working Capital negative Werte aufweist (2020: EUR -1,9 Mio.). Ursächlich hierfür ist, dass die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen die Forderungen aus Lieferungen und

Die DSO sind in den vergangenen Jahren stetig zurückgegangen, von 57 Tagen im Jahr 2011 auf 26 Tage (2020). Dies unterstreicht das konsequente Forderungsmanagement des Unternehmens.

Leistungen übersteigen. Damit muss ecotel Wachstum nicht durch die Bereitstellung von Kapital refinanzieren.

Die Working Capital-Intensität, mit der (in diesem Fall) die erforderlichen Liquiditätszuflüsse in Working Capital je abgesetzter Produkteinheit gemessen werden, ist dementsprechend in den vergangenen Jahren deutlich angestiegen.

Ausschüttungsquote von mindestens 50% angestrebt

Seit dem Börsengang hat ecotel die Leitlinie verfolgt, rund die Hälfte des Konzernnachsteuergewinns an die Aktionäre auszuschütten. In den Jahren, in denen aus handelsrechtlichen Gründen Dividenden ausgeschüttet werden konnten, lag die Ausschüttungsquote zwischen 48,8% und 101,3% (In einem Jahr, 2019, wurde sogar bei einem Nachsteuerverlust eine Dividende ausgeschüttet) des Nachsteuerergebnisses.

Bis 2023e rechnen wir mit einer Erhöhung der Dividende auf EUR 0,70 je Aktie. Dies entspricht einer Dividendenrendite von 4,1%.

Da wir das Geschäftsmodell von ecotel als „asset-light“ charakterisieren und Nettoinvestitionen in Sachanlagen oder Working Capital für die Ausweitung der Geschäftsaktivität nicht erforderlich sind, ist eine solche Ausschüttungspolitik nach unserer Einschätzung wertsteigernd.

Das Unternehmen nennt als Zielmarke eine Ausschüttungsquote von mindestens 50%. Schreiben wir diese fort, ergibt sich bis 2023e auf Basis unserer Schätzungen eine Dividendenanhebung auf bis zu EUR 0,70 je Aktie. Bezogen auf den aktuellen Aktienkurs von EUR 17,20 entspricht dies einer Dividendenrendite von 4,1%.

TABELLE 20: DIVIDENDE UND DIVIDENDENRENDITE, 2016-2025E

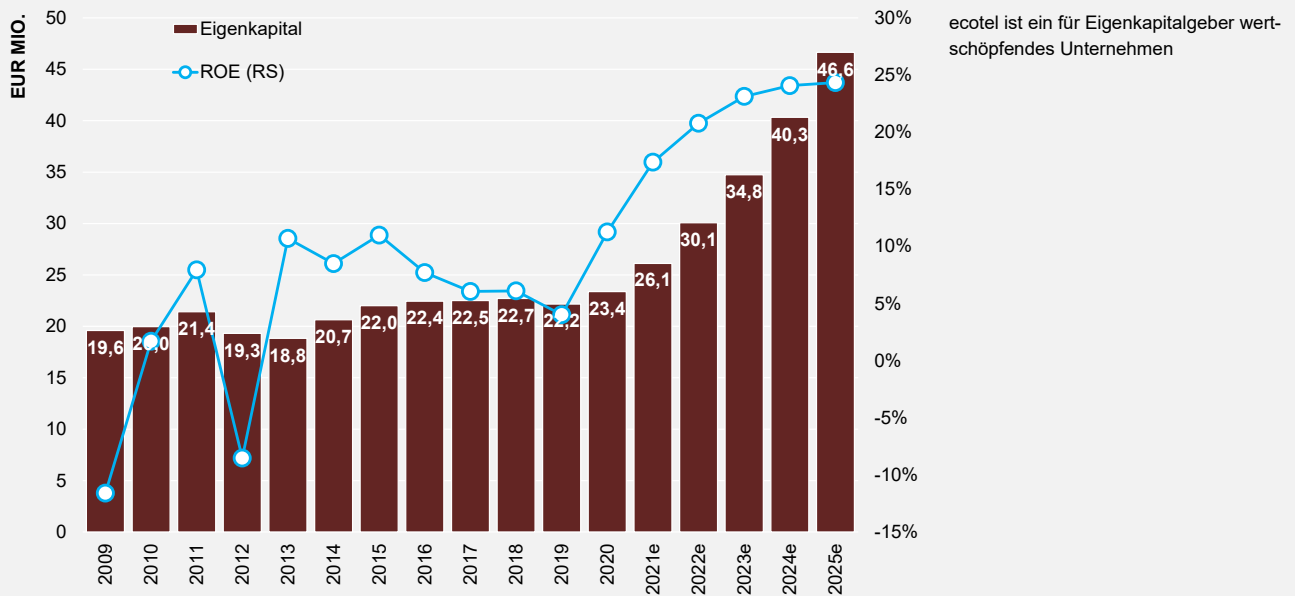
		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	EUR	0,24	0,13	0,13	-0,05	0,28	0,69	1,06	1,44	1,81	2,17
Dividende	EUR	0,23	0,13	0,13	0,13	0,14	0,30	0,53	0,70	0,90	1,10
Schlusskurs per 31.12./aktuell	EUR	8,15	11,04	8,40	6,55	9,05	17,20	17,20	17,20	17,20	17,20
Dividendenrendite	%	2,8%	1,2%	1,5%	2,0%	1,5%	1,7%	3,1%	4,1%	5,2%	6,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Verbesserung der Eigenkapitalrendite

Die Eigenkapitalrendite lag im Betrachtungszeitraum 2009-20 nur zweimal im negativen Bereich, einmal während der Weltwirtschaftskrise 2009 und einmal im Jahr 2012. Abgesehen von diesen beiden Ausnahmen war ecotel auf Nachsteuerenebene stets profitabel. Dies zeigt aus unserer Sicht, dass das Unternehmen ein nachhaltig wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Aus nachstehender Abbildung 36 wird ersichtlich, dass wir für die kommenden fünf Jahre trotz eines sinkenden Leverage und eines rückläufigen Vermögensumschlags mit einem Anstieg der Eigenkapitalrendite auf dann 24,3% rechnen:

ABBILDUNG 35: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALRENDITE (RS), 2009-2025E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Erlöse	EUR Mio.	94,3	91,2	101,5	106,3	116,6	120,6	98,9
YoY	%	11,6%	-3,3%	11,3%	4,7%	9,7%	3,4%	-18,0%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,0	2,9	0,2	0,5	0,5	0,5
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	1,0	0,6	0,0	2,1	0,7	0,3	0,3
Gesamtleistung	EUR Mio.	95,4	91,9	104,4	108,6	117,8	121,4	99,7
YoY	%	10,8%	-3,7%	13,7%	4,0%	8,5%	3,1%	-17,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	-69,2	-64,4	-74,9	-78,6	-88,2	-90,7	-66,9
in % der Gesamtleistung	%	-72,6%	-70,1%	-71,7%	-72,3%	-74,8%	-74,7%	-67,1%
Rohertrag	EUR Mio.	26,2	27,4	29,5	30,1	29,6	30,7	32,8
YoY	%	-0,3%	4,9%	7,6%	1,8%	-1,4%	3,5%	n/a
in % der Gesamtleistung	%	27,4%	29,9%	28,3%	27,7%	25,2%	25,3%	32,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-10,0	-10,6	-11,9	-11,9	-13,1	-13,4	-14,4
in % der Gesamtleistung	%	-10,5%	-11,5%	-11,4%	-11,0%	-11,1%	-11,0%	-14,4%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-9,3	-10,3	-10,4	-10,3	-9,9	-10,5	-11,0
in % der Gesamtleistung	%	-9,7%	-11,2%	-10,0%	-9,5%	-8,4%	-8,7%	-11,0%
EBITDA	EUR Mio.	6,8	6,6	7,3	7,9	6,6	6,7	7,4
YoY	%	-2,9%	-4,0%	10,4%	8,5%	-15,7%	1,7%	10,4%
in % der Gesamtleistung	%	7,2%	7,2%	6,9%	7,2%	5,6%	5,6%	7,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-6,5	-3,4	-4,3	-4,2	-4,3	-4,6	-5,3
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	0,4	3,2	3,0	3,6	2,3	2,1	2,2
YoY	%	-87,3%	704,7%	-5,6%	22,1%	-35,5%	-10,9%	2,9%
YoY	EUR Mio.	-2,7	2,8	-0,2	0,7	-1,3	-0,3	0,1
in % der Gesamtleistung	%	0,4%	3,4%	2,9%	3,4%	2,0%	1,7%	2,2%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-1,3	-0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-0,9	2,9	2,8	3,5	2,3	2,1	2,0
in % der Gesamtleistung	%	-0,9%	3,2%	2,7%	3,2%	1,9%	1,7%	2,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-0,5	-0,8	-0,6
in % des EBT	%	86,9%	-31,5%	-36,9%	-31,0%	-23,8%	-35,6%	-31,7%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	-1,6	2,0	1,8	2,4	1,7	1,4	1,4
in % der Gesamtleistung	%	-1,7%	2,2%	1,7%	2,2%	1,5%	1,1%	1,4%
Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	-2,6	1,4	1,2	1,6	0,8	0,5	0,5
Anzahl der Aktien (basic)	Mio.	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
davon Stammaktien	Mio.	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
davon Vorzugsaktien	Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
EPS (basic)	EUR	-0,70	0,40	0,33	0,46	0,24	0,13	0,13
EPS (verwässert)	EUR	-0,70	0,40	0,33	0,46	0,24	0,13	0,13

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Erlöse	EUR Mio.	82,8	98,3	96,4	100,3	107,1	117,7	128,4
YoY	%	-16,3%	18,8%	-2,0%	4,0%	6,8%	9,9%	9,1%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,7	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Gesamtleistung	EUR Mio.	83,9	99,1	97,1	101,0	107,9	118,5	129,2
YoY	%	-15,9%	18,2%	-2,0%	4,0%	6,8%	9,8%	9,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-49,2	-60,6	-53,4	-52,5	-53,5	-58,1	-62,6
in % der Gesamtleistung	%	-58,6%	-61,1%	-54,9%	-52,0%	-49,6%	-49,0%	-48,5%
Rohertrag	EUR Mio.	34,7	38,5	43,8	48,5	54,4	60,4	66,6
YoY	%	5,9%	11,0%	13,6%	10,9%	12,1%	11,1%	10,2%
in % der Gesamtleistung	%	41,4%	38,9%	45,1%	48,0%	50,4%	51,0%	51,5%
Personalaufwand	EUR Mio.	-15,6	-16,3	-17,1	-18,2	-19,2	-20,4	-21,5
in % der Gesamtleistung	%	-18,6%	-16,4%	-17,7%	-18,0%	-17,8%	-17,2%	-16,7%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-10,4	-10,7	-12,4	-13,9	-16,5	-19,0	-21,7
in % der Gesamtleistung	%	-12,4%	-10,8%	-12,8%	-13,8%	-15,3%	-16,0%	-16,8%
EBITDA	EUR Mio.	8,7	11,6	14,2	16,5	18,7	21,1	23,4
YoY	%	17,0%	32,7%	22,9%	15,9%	13,5%	12,8%	11,0%
in % der Gesamtleistung	%	10,4%	11,7%	14,6%	16,3%	17,3%	17,8%	18,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-7,2	-7,5	-7,5	-7,2	-6,9	-6,8	-6,7
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	1,5	4,0	6,7	9,2	11,8	14,3	16,7
YoY	%	-31,1%	171,0%	67,1%	37,5%	28,2%	20,6%	16,8%
YoY	EUR Mio.	-0,7	2,5	2,7	2,5	2,6	2,4	2,4
in % der Gesamtleistung	%	1,8%	4,1%	6,9%	9,1%	11,0%	12,0%	12,9%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	1,2	3,8	6,6	9,1	11,6	14,1	16,4
in % der Gesamtleistung	%	1,5%	3,8%	6,7%	9,0%	10,8%	11,9%	12,7%
Steuern	EUR Mio.	-0,3	-1,1	-2,0	-2,8	-3,6	-4,4	-5,1
in % des EBT	%	-27,5%	-30,2%	-30,8%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,9	2,6	4,5	6,2	8,0	9,7	11,3
in % der Gesamtleistung	%	1,1%	2,7%	4,7%	6,2%	7,4%	8,2%	8,8%
Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	-1,1	-1,6	-2,1	-2,5	-3,0	-3,3	-3,7
Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	-0,2	1,0	2,4	3,7	5,1	6,4	7,6
Anzahl der Aktien (basic)	Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
davon Stammaktien	Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
davon Vorzugsaktien	Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
EPS (basic)	EUR	-0,05	0,28	0,69	1,06	1,44	1,81	2,17
EPS (verwässert)	EUR	-0,05	0,28	0,69	1,06	1,44	1,81	2,17

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz und Rohertrag nach Segmenten, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Umsatz	EUR Mio.	94,3	91,2	101,5	106,3	116,6	120,6	98,9
Geschäftskunden	EUR Mio.	40,7	42,1	41,9	42,9	45,3	47,6	48,1
Wholesale	EUR Mio.	40,8	34,7	43,2	45,8	54,4	55,8	32,9
easybell GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	15,1	15,2	15,9
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	2,0	1,9
New Business	EUR Mio.	12,7	14,4	16,4	17,6	0,0	0,0	0,0
YoY	%	11,6%	-3,3%	11,3%	4,7%	9,7%	3,4%	-18,0%
Geschäftskunden	%	-2,0%	3,3%	-0,5%	2,5%	5,6%	5,1%	1,1%
Wholesale	%	33,4%	-15,0%	24,5%	5,9%	18,8%	2,5%	-41,0%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,6%	4,6%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	15,9%	-5,4%
New Business	%	3,4%	13,5%	13,5%	7,3%	-100,0%	n/a	n/a
in % der Bruttoumsätze	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Geschäftskunden	%	43,2%	46,1%	41,3%	40,4%	38,9%	39,5%	48,7%
Wholesale	%	43,3%	38,0%	42,6%	43,1%	46,7%	46,2%	33,3%
easybell GmbH	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%	12,6%	16,1%
nacamar GmbH	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	1,7%	1,9%
New Business	%	13,5%	15,8%	16,1%	16,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertrag	EUR Mio.	25,1	26,8	26,6	27,8	28,4	29,9	32,0
Geschäftskunden	EUR Mio.	18,9	21,2	20,6	20,9	21,7	22,7	23,6
Wholesale	EUR Mio.	1,0	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
easybell GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	5,5	5,9	7,0
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,9	1,0
New Business	EUR Mio.	5,2	5,0	5,4	6,5	0,0	0,0	0,0
YoY	%	1,7%	7,0%	-0,7%	4,3%	2,5%	5,0%	7,2%
Geschäftskunden	%	0,7%	12,2%	-2,6%	1,3%	4,1%	4,4%	4,1%
Wholesale	%	-28,7%	-31,9%	-11,8%	-35,0%	-7,7%	6,1%	9,4%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6,2%	19,0%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	12,6%	6,5%
New Business	%	15,6%	-4,5%	8,8%	20,1%	-100,0%	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	26,6%	29,4%	26,2%	26,1%	24,4%	24,8%	32,4%
Geschäftskunden	%	46,3%	50,3%	49,2%	48,6%	47,9%	47,7%	49,1%
Wholesale	%	2,4%	2,0%	1,4%	0,9%	0,7%	0,7%	1,3%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	36,4%	38,4%	43,7%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	48,8%	47,4%	53,4%
New Business	%	40,9%	34,4%	33,0%	36,9%	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Umsatz und Rohertrag nach Segmenten, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	EUR Mio.	82,8	98,3	96,4	100,3	107,1	117,7	128,4
Geschäftskunden	EUR Mio.	46,9	46,3	50,0	54,6	61,3	68,2	75,1
Wholesale	EUR Mio.	15,4	28,3	19,6	15,7	12,4	12,5	12,7
easybell GmbH	EUR Mio.	18,6	21,5	24,3	27,4	30,6	34,0	37,4
nacamar GmbH	EUR Mio.	1,9	2,3	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-16,3%	18,8%	-2,0%	4,0%	6,8%	9,9%	9,1%
Geschäftskunden	%	-2,6%	-1,2%	8,0%	9,1%	12,3%	11,2%	10,2%
Wholesale	%	-53,3%	83,9%	-30,6%	-20,0%	-20,8%	1,0%	1,0%
easybell GmbH	%	16,7%	15,3%	13,4%	12,6%	11,8%	11,0%	10,2%
nacamar GmbH	%	0,1%	20,2%	7,3%	7,7%	7,0%	6,4%	5,9%
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Bruttoumsätze	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Geschäftskunden	%	56,7%	47,1%	51,9%	54,4%	57,2%	57,9%	58,5%
Wholesale	%	18,6%	28,7%	20,3%	15,6%	11,6%	10,7%	9,9%
easybell GmbH	%	22,5%	21,8%	25,2%	27,3%	28,6%	28,9%	29,2%
nacamar GmbH	%	2,3%	2,3%	2,5%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%
New Business	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertrag	EUR Mio.	33,6	37,7	43,0	47,8	53,6	59,6	65,7
Geschäftskunden	EUR Mio.	23,8	24,2	27,0	30,0	34,0	38,0	42,1
Wholesale	EUR Mio.	0,4	0,8	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4
easybell GmbH	EUR Mio.	8,3	11,2	13,7	15,4	17,3	19,2	21,1
nacamar GmbH	EUR Mio.	1,1	1,5	1,6	1,8	1,9	2,0	2,1
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	4,9%	12,3%	14,1%	11,0%	12,2%	11,2%	10,3%
Geschäftskunden	%	0,7%	1,8%	11,4%	11,2%	13,4%	11,7%	10,7%
Wholesale	%	-6,9%	112,6%	-17,0%	-20,8%	-21,6%	0,0%	0,0%
easybell GmbH	%	18,9%	34,8%	22,8%	12,6%	11,8%	11,0%	10,2%
nacamar GmbH	%	9,7%	34,6%	9,8%	7,7%	7,1%	6,5%	5,9%
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	40,6%	38,3%	44,6%	47,6%	50,0%	50,7%	51,2%
Geschäftskunden	%	50,7%	52,3%	54,0%	55,0%	55,5%	55,8%	56,0%
Wholesale	%	2,5%	2,9%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%
easybell GmbH	%	44,5%	52,1%	56,4%	56,4%	56,4%	56,4%	56,4%
nacamar GmbH	%	58,6%	65,6%	67,1%	67,1%	67,2%	67,2%	67,3%
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

EBITDA und EBIT nach Segmenten, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	EUR Mio.	6,8	6,7	7,3	7,9	6,6	6,9	7,5
Geschäftskunden	EUR Mio.	4,1	4,9	5,4	5,2	3,9	3,7	3,9
Wholesale	EUR Mio.	0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1
easybell GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	3,0	3,3
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,2
New Business	EUR Mio.	2,4	1,6	1,8	2,7	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-2,9%	-2,0%	8,1%	8,5%	-15,7%	3,4%	9,9%
Geschäftskunden	%	-0,2%	19,2%	10,1%	-3,8%	-26,3%	-4,3%	5,5%
Wholesale	%	-69,1%	-58,9%	-58,8%	-196,3%	150,0%	-37,7%	-181,5%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1,7%	10,0%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-333,0%	11,7%
New Business	%	27,6%	-31,1%	7,6%	52,2%	-100,0%	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	7,3%	7,4%	7,1%	7,4%	5,7%	5,7%	7,6%
Geschäftskunden	%	10,2%	11,7%	13,0%	12,2%	8,5%	7,7%	8,1%
Wholesale	%	0,8%	0,4%	0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	0,2%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	19,8%	20,0%	21,0%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-5,1%	10,3%	12,2%
New Business	%	18,8%	11,4%	10,8%	15,3%	n/a	n/a	n/a
EBIT	EUR Mio.	0,4	3,3	3,0	3,6	2,3	2,1	2,2
Geschäftskunden	EUR Mio.	1,3	2,3	1,9	1,4	0,1	-0,5	-0,8
Wholesale	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1
easybell GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	2,6	2,7
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1
New Business	EUR Mio.	-1,2	0,9	1,1	2,3	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-87,3%	737,9%	-9,5%	22,0%	-35,5%	-10,9%	2,9%
Geschäftskunden	%	-25,7%	70,0%	-18,2%	-25,6%	-94,1%	-742,7%	46,7%
Wholesale	%	-59,7%	-41,0%	-60,3%	-200,0%	150,0%	-37,7%	-181,5%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,2%	5,0%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-148,5%	29,6%
New Business	%	-258,2%	-175,1%	20,8%	116,5%	-100,0%	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	0,4%	3,6%	2,9%	3,4%	2,0%	1,7%	2,2%
Geschäftskunden	%	3,3%	5,4%	4,5%	3,2%	0,2%	-1,1%	-1,6%
Wholesale	%	0,5%	0,4%	0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	0,2%
easybell GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	17,2%	17,1%	17,1%
nacamar GmbH	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-11,8%	4,9%	6,7%
New Business	%	-9,2%	6,1%	6,5%	13,1%	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

EBITDA und EBIT nach Segmenten, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBITDA	EUR Mio.	8,8	11,7	14,2	16,5	18,7	21,1	23,4
Geschäftskunden	EUR Mio.	4,3	4,8	5,6	6,9	8,0	9,2	10,3
Wholesale	EUR Mio.	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
easybell GmbH	EUR Mio.	4,0	5,9	7,6	8,6	9,7	10,8	12,0
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,4	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	16,7%	32,8%	21,7%	15,9%	13,5%	12,8%	11,0%
Geschäftskunden	%	11,8%	10,2%	17,0%	22,4%	16,8%	15,1%	11,8%
Wholesale	%	33,3%	405,7%	-30,6%	-20,0%	-20,8%	1,0%	1,0%
easybell GmbH	%	19,1%	46,7%	30,1%	13,2%	12,3%	11,5%	10,8%
nacamar GmbH	%	59,8%	61,5%	15,3%	8,8%	8,2%	7,6%	7,0%
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	10,6%	11,9%	14,7%	16,4%	17,5%	17,9%	18,2%
Geschäftskunden	%	9,3%	10,3%	11,2%	12,6%	13,1%	13,5%	13,7%
Wholesale	%	0,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
easybell GmbH	%	21,4%	27,3%	31,3%	31,5%	31,6%	31,8%	32,0%
nacamar GmbH	%	19,4%	26,1%	28,0%	28,3%	28,6%	28,9%	29,2%
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT	EUR Mio.	1,5	4,0	6,7	9,2	11,8	14,3	16,7
Geschäftskunden	EUR Mio.	-1,8	-1,5	-0,5	0,8	2,0	3,3	4,4
Wholesale	EUR Mio.	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
easybell GmbH	EUR Mio.	3,1	4,8	6,5	7,7	9,1	10,2	11,5
nacamar GmbH	EUR Mio.	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
New Business	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-31,1%	170,9%	67,1%	37,5%	28,2%	20,6%	16,8%
Geschäftskunden	%	139,2%	-18,4%	-67,9%	-268,2%	148,3%	61,3%	34,6%
Wholesale	%	33,3%	405,7%	-30,6%	-20,0%	-20,8%	1,0%	1,0%
easybell GmbH	%	12,8%	54,2%	36,6%	18,8%	18,0%	12,6%	11,9%
nacamar GmbH	%	27,6%	103,7%	21,0%	14,3%	13,6%	8,7%	8,1%
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	1,8%	4,1%	7,0%	9,2%	11,1%	12,1%	13,0%
Geschäftskunden	%	-3,9%	-3,3%	-1,0%	1,5%	3,3%	4,8%	5,9%
Wholesale	%	0,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
easybell GmbH	%	16,6%	22,1%	26,7%	28,2%	29,7%	30,2%	30,6%
nacamar GmbH	%	8,6%	14,6%	16,4%	17,4%	18,5%	18,9%	19,3%
New Business	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Regionen, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Umsatz	EUR Mio.	94,3	91,2	101,5	106,3	116,6	120,6	98,9
Deutschland	EUR Mio.	76,7	73,2	75,4	73,7	72,4	69,7	69,4
EU	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
USA	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rest der Welt	EUR Mio.	17,6	18,0	26,1	32,6	44,2	51,0	29,5
YoY	%	11,6%	-3,3%	11,3%	4,7%	9,7%	3,4%	-18,0%
Deutschland	%	3,2%	-4,6%	2,9%	-2,3%	-1,7%	-3,8%	-0,4%
EU	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
USA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rest der Welt	%	72,9%	2,5%	45,0%	24,9%	35,3%	15,3%	-42,1%
in % der Umsätze	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	81,3%	80,2%	74,3%	69,3%	62,1%	57,8%	70,2%
EU	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USA	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rest der Welt	%	18,7%	19,8%	25,7%	30,7%	37,9%	42,2%	29,8%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Umsatz nach Regionen, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	EUR Mio.	82,8	98,3	96,4	100,3	107,1	117,7	128,4
Deutschland	EUR Mio.	76,6	95,4	93,7	97,5	104,4	114,9	125,6
EU	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
USA	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rest der Welt	EUR Mio.	6,1	2,9	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8
YoY	%	-16,3%	18,8%	-2,0%	4,0%	6,8%	9,9%	9,1%
Deutschland	%	10,5%	24,4%	-1,7%	4,1%	7,0%	10,1%	9,3%
EU	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
USA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rest der Welt	%	-79,3%	-52,2%	-10,0%	3,0%	2,0%	1,0%	-0,1%
in % der Umsätze	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	92,6%	97,0%	97,3%	97,3%	97,4%	97,6%	97,8%
EU	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USA	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rest der Welt	%	7,4%	3,0%	2,7%	2,7%	2,6%	2,4%	2,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	21,1	21,1	23,0	22,0	21,7	22,5	26,3
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	13,8	13,8	13,1	12,7	12,5	12,7	15,8
Goodwill	EUR Mio.	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	4,9	4,9	4,2	3,8	3,6	3,8	4,1
Nutzungsrechte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	5,9	5,9	9,1	8,5	8,5	8,8	9,0
Grundstücke	EUR Mio.	5,9	5,9	9,1	8,5	8,5	8,8	9,0
Technische Anlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beteiligungen/Finanzanlagen	EUR Mio.	1,4	1,4	0,7	0,8	0,6	0,7	0,9
Beteiligungen	EUR Mio.	1,4	1,4	0,7	0,1	0,6	0,7	0,9
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steueransprüche	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,3	0,7
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	21,5	20,8	20,1	28,0	19,2	18,5	16,7
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO	d	1	1	1	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	12,5	11,8	13,3	17,7	9,3	9,3	7,9
DSO	d	48	47	47	60	29	28	29
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	1,0	0,6	1,7	1,8	1,8	2,1
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,4	1,2	0,8	0,7	1,0	0,6
Liquide Mittel	EUR Mio.	7,5	7,5	5,0	7,7	7,5	6,4	6,1
davon verpfändet	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,8	0,2	0,6	0,8	0,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	42,7	42,0	43,8	50,2	41,5	41,8	43,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva), 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	37,8	37,4	37,9	36,3	33,5	33,2	33,4
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	24,5	24,4	25,9	26,9	27,4	27,9	28,5
Goodwill	EUR Mio.	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	4,4	4,8	5,8	5,9	6,2	6,6	6,9
Nutzungsrechte	EUR Mio.	8,4	7,4	7,3	7,1	6,9	6,7	6,6
Sonstiges	EUR Mio.	2,8	3,2	3,9	5,0	5,4	5,8	6,2
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	11,1	10,5	9,7	7,5	4,6	4,2	3,8
Grundstücke	EUR Mio.	11,1	10,5	9,7	7,5	4,6	4,2	3,8
Technische Anlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beteiligungen/Finanzanlagen	EUR Mio.	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beteiligungen	EUR Mio.	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steueransprüche	EUR Mio.	1,2	1,4	1,1	0,8	0,4	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	18,7	16,1	15,9	19,5	27,2	34,3	41,9
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO	d	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	7,4	7,2	7,2	7,7	8,4	9,5	10,7
DSO	d	32	26	27	28	28	29	30
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	2,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Liquide Mittel	EUR Mio.	8,3	7,8	7,5	10,6	17,3	23,3	29,6
davon verpfändet	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	EUR Mio.	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	56,8	53,9	54,3	56,5	61,4	68,4	76,2

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva), 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Eigenkapital	EUR Mio.	19,3	18,8	20,7	22,0	22,4	22,5	22,7
Eigenkapitalquote	%	45,3%	44,9%	47,1%	43,8%	54,1%	53,9%	52,0%
Grundkapital	EUR Mio.	3,7	3,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,4	1,4	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	12,5	12,0	13,2	14,2	14,3	13,9	14,1
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	1,7	1,7	2,1	2,4	2,8	3,2	3,3
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	17,2	17,2	16,4	22,9	15,7	13,8	14,2
Bankschulden	EUR Mio.	2,5	2,489	1,105	1,171	1,796	1,308	1,609
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	13,0	13,0	12,0	19,4	11,7	10,4	9,2
DPO	d	50	51	43	66	36	31	34
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,5	1,5	3,3	2,2	2,3	2,0	3,4
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,8	4,8	5,4	4,0	2,2	3,9	4,8
Bankschulden	EUR Mio.	4,8	4,831	5,384	3,964	2,168	3,859	4,050
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
Passive latente Steuern	EUR Mio.	1,4	1,1	1,4	1,4	1,1	1,6	1,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	42,7	42,0	43,8	50,2	41,5	41,8	43,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Passiva), 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Eigenkapital	EUR Mio.	22,2	23,4	26,1	30,1	34,8	40,3	46,6
Eigenkapitalquote	%	39,0%	43,4%	48,1%	53,3%	56,6%	59,0%	61,2%
Grundkapital	EUR Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	13,4	14,4	16,4	19,0	22,2	26,1	30,6
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	3,4	3,6	4,4	5,6	7,1	8,8	10,7
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	17,8	16,8	17,0	16,1	16,5	18,0	19,7
Bankschulden	EUR Mio.	1,750	2,4	2,4	0,7	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	10,5	9,1	9,2	9,8	10,8	12,3	13,8
DPO	d	46	33	34	35	36	38	39
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,3	4,1	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	15,5	12,0	9,4	8,5	8,3	8,1	7,9
Bankschulden	EUR Mio.	5,500	3,1	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	7,4	6,5	6,3	6,2	6,0	5,9	5,7
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,7	2,4	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1
Passive latente Steuern	EUR Mio.	1,3	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	56,8	53,9	54,3	56,5	61,4	68,4	76,2
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Langfristiges Vermögen	%	49,5%	50,4%	52,4%	43,8%	52,4%	53,8%	60,3%
Immaterielles Vermögen	%	32,3%	32,9%	29,9%	25,3%	30,1%	30,4%	36,1%
Goodwill	%	20,8%	21,1%	20,2%	17,7%	21,4%	21,2%	20,3%
Immaterielles Vermögen	%	11,5%	11,7%	9,6%	7,7%	8,8%	9,1%	9,4%
Nutzungsrechte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,4%
Sachanlagevermögen	%	13,9%	14,2%	20,8%	16,9%	20,4%	20,9%	20,6%
Grundstücke	%	13,9%	14,2%	20,8%	16,9%	20,4%	20,9%	20,6%
Technische Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen/Finanzanlagen	%	3,3%	3,4%	1,5%	1,5%	1,4%	1,7%	2,0%
Beteiligungen	%	3,3%	3,4%	1,5%	0,2%	1,4%	1,7%	2,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steueransprüche	%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	0,4%	0,8%	1,7%
Kurzfristiges Vermögen	%	50,4%	49,6%	45,8%	55,7%	46,2%	44,3%	38,3%
Vorräte	%	0,3%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	29,3%	28,1%	30,3%	35,3%	22,4%	22,2%	18,1%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	2,3%	1,3%	3,4%	4,2%	4,4%	4,7%
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,9%	2,6%	1,6%	1,6%	2,4%	1,3%
Liquide Mittel	%	17,6%	17,9%	11,4%	15,4%	18,0%	15,3%	14,0%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	0,1%	0,1%	1,7%	0,4%	1,4%	1,9%	1,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Langfristiges Vermögen	%	66,5%	69,4%	69,8%	64,3%	54,5%	48,6%	43,8%
Immaterielles Vermögen	%	43,2%	45,2%	47,7%	47,6%	44,6%	40,8%	37,4%
Goodwill	%	15,6%	16,5%	16,3%	15,7%	14,5%	13,0%	11,6%
Immaterielles Vermögen	%	7,8%	9,0%	10,7%	10,5%	10,2%	9,6%	9,0%
Nutzungsrechte	%	14,9%	13,8%	13,4%	12,5%	11,2%	9,8%	8,6%
Sonstiges	%	4,9%	6,0%	7,3%	8,8%	8,7%	8,4%	8,1%
Sachanlagevermögen	%	19,6%	19,5%	17,9%	13,3%	7,6%	6,1%	4,9%
Grundstücke	%	19,6%	19,5%	17,9%	13,3%	7,6%	6,1%	4,9%
Technische Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen/Finanzanlagen	%	1,8%	2,1%	2,1%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%
Beteiligungen	%	1,8%	2,1%	2,1%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steueransprüche	%	2,0%	2,5%	2,1%	1,4%	0,6%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	32,8%	29,8%	29,3%	34,6%	44,3%	50,2%	55,0%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	13,1%	13,4%	13,2%	13,6%	13,7%	14,0%	14,1%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	%	4,4%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Liquide Mittel	%	14,5%	14,4%	13,8%	18,7%	28,2%	34,0%	38,8%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	0,7%	0,8%	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Eigenkapital	%	45,3%	44,9%	47,1%	43,8%	54,1%	53,9%	52,0%
Grundkapital	%	8,6%	8,8%	8,0%	7,0%	8,5%	8,4%	8,0%
Kapitalrücklage	%	3,4%	3,4%	4,2%	3,6%	4,4%	4,4%	4,2%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	29,2%	28,5%	30,1%	28,4%	34,4%	33,3%	32,2%
Bilanzverlust/-gewinn	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	4,1%	4,1%	4,8%	4,8%	6,8%	7,7%	7,6%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	40,2%	40,9%	37,4%	45,5%	37,9%	32,9%	32,6%
Bankschulden	%	5,8%	5,9%	2,5%	2,3%	4,3%	3,1%	3,7%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	30,4%	30,9%	27,4%	38,7%	28,1%	24,9%	21,1%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	3,5%	3,6%	7,5%	4,4%	5,5%	4,9%	7,8%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	11,3%	11,5%	12,3%	7,9%	5,2%	9,2%	11,1%
Bankschulden	%	11,3%	11,5%	12,3%	7,9%	5,2%	9,2%	9,3%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%
Passive latente Steuern	%	3,2%	2,7%	3,2%	2,8%	2,7%	3,8%	4,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Eigenkapital	%	39,0%	43,4%	48,1%	53,3%	56,6%	59,0%	61,2%
Grundkapital	%	6,2%	6,5%	6,5%	6,2%	5,7%	5,1%	4,6%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,5%	3,5%	3,3%	3,1%	2,8%	2,5%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	23,6%	26,8%	30,1%	33,7%	36,2%	38,2%	40,1%
Bilanzverlust/-gewinn	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	6,0%	6,6%	8,0%	10,0%	11,6%	12,8%	14,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	31,3%	31,1%	31,3%	28,5%	26,9%	26,4%	25,9%
Bankschulden	%	3,1%	4,5%	4,4%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	%	2,1%	2,3%	2,2%	2,2%	2,0%	1,8%	1,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	18,5%	16,9%	16,9%	17,4%	17,7%	17,9%	18,1%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	7,6%	7,5%	7,7%	7,6%	7,2%	6,7%	6,2%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	27,4%	22,3%	17,3%	15,1%	13,5%	11,8%	10,3%
Bankschulden	%	9,7%	5,7%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	%	13,0%	12,1%	11,7%	11,0%	9,8%	8,6%	7,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	4,7%	4,5%	4,4%	4,1%	3,7%	3,2%	2,8%
Passive latente Steuern	%	2,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,0%	2,8%	2,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-1,6	2,0	1,8	2,4	1,7	1,4	1,4
Abschreibungen	EUR Mio.	6,5	3,4	4,3	4,2	4,3	4,6	5,3
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,9	0,7	-1,5	-4,4	8,4	0,0	1,4
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	0,1	-0,4	0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,2	0,0	-0,8	0,6	-0,5	-0,3	-0,2
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	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.	1,4	0,0	-1,0	7,4	-7,8	-1,3	-1,2
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.	0,1	-0,2	0,3	0,0	-0,3	0,5	0,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,2	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,5
Operativer Cashflow	EUR Mio.	6,8	6,9	4,4	8,5	6,0	4,2	6,7
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,8	0,0	0,7	-0,1	0,2	-0,1	-0,2
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	3,2	0,0	0,7	0,4	0,2	-0,2	-3,1
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-7,3	-3,4	-7,5	-3,6	-4,2	-4,9	-5,5
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,6	-4,3	3,1	0,2	0,2	0,2	2,9
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-2,7	-7,7	-2,9	-3,2	-3,6	-5,0	-5,8
Free Cashflow	EUR Mio.	4,1	-0,8	1,5	5,4	2,4	-0,8	0,9
Δ Grundkapital	EUR Mio.	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genusssrechtskapital (EK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-2,0	0,0	-0,8	-1,4	-1,2	1,2	0,5
Δ Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genusssrechtskapital (FK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Stille Beteiligung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,8	-0,8	0,0
Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.							
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,6	0,8	-3,3	-0,7	-0,7	-0,7	-1,7
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-2,8	0,8	-4,1	-2,6	-2,6	-0,3	-1,2
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	1,3	0,0	-2,5	2,8	-0,3	-1,1	-0,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	6,2	7,5	7,5	5,0	7,7	7,5	6,4
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	7,5	7,5	5,0	7,7	7,5	6,4	6,1

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,9	2,6	4,5	6,2	8,0	9,7	11,3
Abschreibungen	EUR Mio.	7,2	7,5	7,5	7,2	6,9	6,8	6,7
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,5	0,2	0,1	-0,5	-0,8	-1,1	-1,2
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,3	1,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	-0,1
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	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.	1,3	-1,4	0,1	0,7	1,0	1,4	1,5
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.	-0,5	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-1,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	10,0	10,3	12,3	13,9	15,5	17,1	18,4
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-8,8	0,1	-1,5	-1,0	-0,5	-0,5	-0,6
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-9,4	-6,9	-6,7	-5,0	-4,0	-6,3	-6,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	11,9	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-6,3	-5,9	-8,2	-6,0	-4,5	-6,9	-6,9
Free Cashflow	EUR Mio.	3,6	4,4	4,1	7,9	11,0	10,2	11,5
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genusssrechtskapital (EK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,6	-1,8	-2,4	-2,4	-0,7	0,0	0,0
Δ Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genusssrechtskapital (FK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Stille Beteiligung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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.	-0,5	-0,5	-0,5	-1,1	-1,9	-2,5	-3,2
Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-1,0	-1,5	-1,3	-1,3	-1,5	-1,7	-1,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-10,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-1,5	-4,9	-4,4	-4,9	-4,2	-4,3	-5,2
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	2,2	-0,5	-0,2	3,0	6,8	6,0	6,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	6,1	8,3	7,8	7,5	10,6	17,3	23,3
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	8,3	7,8	7,5	10,6	17,3	23,3	29,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	94,3	91,2	101,5	106,3	116,6	120,6	98,9
Rohertrag	EUR Mio.	26,2	27,4	29,5	30,1	29,6	30,7	32,8
EBITDA	EUR Mio.	6,8	6,6	7,3	7,9	6,6	6,7	7,4
EBIT	EUR Mio.	0,4	3,2	3,0	3,6	2,3	2,1	2,2
EBT	EUR Mio.	-0,9	2,9	2,8	3,5	2,3	2,1	2,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	-1,6	2,0	1,8	2,4	1,7	1,4	1,4
Anzahl Mitarbeiter		189	200	217	212	241	239	264
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	5,37	7,07	10,80	12,48	9,48	12,60	12,60
Kurs Tief	EUR	4,00	4,93	6,94	7,38	7,29	7,75	7,05
Kurs Durchschnitt	EUR	4,81	5,50	8,62	9,64	8,36	9,26	8,83
Kurs Schlusskurs	EUR	5,10	6,88	9,85	8,23	8,15	11,04	8,40
EPS	EUR	-0,70	0,40	0,33	0,46	0,24	0,13	0,13
BVPS	EUR	4,77	4,75	5,28	5,58	5,59	5,49	5,53
CFPS	EUR	1,85	1,91	1,27	2,43	1,71	1,21	1,90
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,16	0,23	0,23	0,00	0,00
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	7,3%	7,2%	7,1%	7,4%	5,7%	5,6%	7,5%
EBIT-Marge	%	0,4%	3,5%	2,9%	3,4%	2,0%	1,7%	2,2%
EBT-Marge	%	-0,9%	3,2%	2,7%	3,3%	1,9%	1,8%	2,1%
Netto-Marge	%	-1,7%	2,2%	1,7%	2,3%	1,5%	1,1%	1,4%
FCF-Marge	%	4,3%	-0,9%	1,5%	5,0%	2,0%	-0,6%	0,9%
ROE	%	-8,5%	10,7%	8,5%	11,0%	7,7%	6,1%	6,1%
NWC/Umsatz	%	-0,3%	-1,1%	1,4%	-1,6%	-2,0%	-0,9%	-1,3%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	499	456	468	501	484	505	374
Pro-Kopf-EBIT	EURk	2,1	15,8	13,7	17,2	9,7	8,8	8,2
Capex/Umsatz	%	7,8%	3,7%	7,3%	3,4%	3,6%	4,1%	5,6%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	-3,3%	11,3%	4,7%	9,7%	3,4%	-18,0%
Rohertrag	%	n/a	4,9%	7,6%	1,8%	-1,4%	3,5%	6,8%
EBITDA	%	n/a	-4,0%	10,4%	8,5%	-15,7%	1,7%	10,4%
EBIT	%	n/a	704,7%	-5,6%	22,1%	-35,5%	-10,9%	2,9%
EBT	%	n/a	n/a	-5,4%	26,1%	-35,3%	-6,7%	-4,2%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-12,9%	37,9%	-28,5%	-21,2%	1,7%
EPS	%	n/a	n/a	-17,7%	40,9%	-48,6%	-44,1%	-3,4%
CFPS	%	n/a	3,3%	-33,6%	92,1%	-29,8%	-29,4%	57,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick I, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	82,8	98,3	96,4	100,3	107,1	117,7	128,4
Rohertrag	EUR Mio.	34,7	38,5	43,8	48,5	54,4	60,4	66,6
EBITDA	EUR Mio.	8,7	11,6	14,2	16,5	18,7	21,1	23,4
EBIT	EUR Mio.	1,5	4,0	6,7	9,2	11,8	14,3	16,7
EBT	EUR Mio.	1,2	3,8	6,6	9,1	11,6	14,1	16,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,9	2,6	4,5	6,2	8,0	9,7	11,3
Anzahl Mitarbeiter	X	261	271	279	287	295	303	311
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	8,85	11,20	18,00				
Kurs Tief	EUR	6,10	5,50	8,85				
Kurs Durchschnitt	EUR	7,45	7,14	12,76				
Kurs Schlusskurs	EUR	6,55	9,05	17,20	17,20	17,20	17,20	17,20
EPS	EUR	-0,05	0,28	0,69	1,06	1,44	1,81	2,17
BVPS	EUR	5,35	5,65	6,20	6,96	7,87	8,99	10,25
CFPS	EUR	2,84	2,92	3,51	3,95	4,41	4,88	5,23
Dividende	EUR	0,13	0,14	0,30	0,53	0,70	0,90	1,10
Kursziel	EUR							31,00
Performance bis Kursziel	%							80,2%
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	10,5%	11,8%	14,7%	16,4%	17,5%	17,9%	18,2%
EBIT-Marge	%	1,8%	4,1%	7,0%	9,2%	11,1%	12,1%	13,0%
EBT-Marge	%	1,5%	3,8%	6,8%	9,0%	10,9%	12,0%	12,8%
Netto-Marge	%	1,1%	2,7%	4,7%	6,2%	7,5%	8,2%	8,8%
FCF-Marge	%	4,4%	4,5%	4,3%	7,9%	10,2%	8,7%	8,9%
ROE	%	4,0%	11,3%	17,4%	20,8%	23,1%	24,1%	24,3%
NWC/Umsatz	%	-3,7%	-1,9%	-2,1%	-2,2%	-2,2%	-2,3%	-2,4%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	317	363	345	349	363	388	413
Pro-Kopf-EBIT	EURk	5,7	14,8	24,1	32,2	40,1	47,1	53,6
Capex/Umsatz	%	11,3%	7,1%	7,0%	5,0%	3,7%	5,4%	4,9%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	-16,3%	18,8%	-2,0%	4,0%	6,8%	9,9%	9,1%
Rohertrag	%	5,9%	11,0%	13,6%	10,9%	12,1%	11,1%	10,2%
EBITDA	%	17,0%	32,7%	22,9%	15,9%	13,5%	12,8%	11,0%
EBIT	%	-31,1%	171,0%	67,1%	37,5%	28,2%	20,6%	16,8%
EBT	%	-39,4%	206,9%	73,7%	38,2%	28,6%	20,8%	16,9%
Nettoergebnis	%	-35,7%	195,4%	72,3%	37,7%	28,6%	20,8%	16,9%
EPS	%	n/a	n/a	141,6%	54,3%	35,8%	25,6%	19,5%
CFPS	%	49,3%	3,0%	20,2%	12,6%	11,4%	10,7%	7,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	21,1	21,1	23,0	22,0	21,7	22,5	26,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	21,5	20,8	20,1	28,0	19,2	18,5	16,7
Eigenkapital	EUR Mio.	19,3	18,8	20,7	22,0	22,4	22,5	22,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	23,4	23,1	23,2	28,2	19,1	19,3	21,0
EK-Quote	%	45,3%	44,9%	47,1%	43,8%	54,1%	53,9%	52,0%
Net Gearing Ratio	%	0,0%	0,0%	7,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Capital	EUR Mio.	-0,3	-1,0	1,4	-1,7	-2,4	-1,1	-1,3
Capital Employed	EUR Mio.	19,4	18,7	23,6	19,5	18,6	20,3	23,4
Asset Turnover	x	2,2	2,2	2,3	2,1	2,8	2,9	2,3
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	19,8	25,5	37,9	43,8	33,3	44,2	44,2
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	14,7	17,7	24,4	25,9	25,6	27,2	24,7
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	17,7	19,8	30,3	33,8	29,3	32,5	31,0
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	18,8	24,8	34,6	28,9	28,6	38,8	29,5
Nettoverschuldung	EUR Mio.	0,0	0,0	1,5	-2,6	-3,5	-1,2	-0,4
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 Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	19,8	25,5	39,4	41,2	29,8	43,0	43,8
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	14,7	17,7	25,9	23,3	22,1	26,0	24,3
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	17,7	19,8	31,8	31,2	25,9	31,3	30,6
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	18,8	24,8	36,1	26,3	25,1	37,5	29,1
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
EV/Umsatz Tief	x	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3
EV/EBITDA Hoch	x	50,4	8,1	13,2	11,3	12,7	20,5	20,3
EV/EBITDA Tief	x	37,6	5,6	8,7	6,4	9,4	12,4	11,3
EV/EBITDA Durchschnitt	x	45,2	6,3	10,7	8,6	11,0	14,9	14,2
EV/EBITDA Schlusskurs	x	47,9	7,8	12,1	7,2	10,7	17,9	13,5
EV/EBIT Schlusskurs	x	-21,3	8,4	13,0	7,5	11,1	17,7	14,3
KGV Hoch	x	n/a	17,7	32,9	27,0	39,9	94,9	98,2
KGV Tief	x	n/a	12,4	21,2	16,0	30,7	58,4	54,9
KGV Durchschnitt	x	n/a	13,8	26,3	20,9	35,2	69,7	68,8
KGV Schlusskurs	x	n/a	17,3	30,0	17,8	34,3	83,1	65,4
KBV Schlusskurs	x	1,1	1,4	1,9	1,5	1,5	2,0	1,5
KCF Durchschnitt	x	2,6	2,9	6,8	4,0	4,9	7,7	4,6
FCF-Yield	%	21,7%	-3,3%	4,5%	18,6%	8,2%	-2,0%	3,0%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	1,6%	2,8%	2,8%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick II, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	37,8	37,4	37,9	36,3	33,5	33,2	33,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	18,7	16,1	15,9	19,5	27,2	34,3	41,9
Eigenkapital	EUR Mio.	22,2	23,4	26,1	30,1	34,8	40,3	46,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	34,7	30,5	28,2	26,4	26,7	28,1	29,6
EK-Quote	%	39,0%	43,4%	48,1%	53,3%	56,6%	59,0%	61,2%
Net Gearing Ratio	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Capital	EUR Mio.	-3,1	-1,9	-2,0	-2,2	-2,4	-2,7	-3,1
Capital Employed	EUR Mio.	32,6	33,0	33,6	32,2	29,6	29,4	29,2
Asset Turnover	x	1,5	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	31,1	39,3	63,2				
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	21,4	19,3	31,1				
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	26,1	25,1	44,8				
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	23,0	31,8	60,4	60,4	60,4	60,4	60,4
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-1,0	-2,3	-4,4	-9,9	-17,3	-23,3	-29,6
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 Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	30,1	37,1	58,8				
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	20,4	17,0	26,6				
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	25,1	22,8	40,4				
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	22,0	29,5	55,9	50,5	43,1	37,1	30,8
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,4	0,4	0,6				
EV/Umsatz Tief	x	0,2	0,2	0,3				
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,3	0,2	0,4				
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,3	0,3	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA Hoch	x	20,3	9,2	8,7				
EV/EBITDA Tief	x	13,8	4,2	4,0				
EV/EBITDA Durchschnitt	x	17,0	5,7	6,0				
EV/EBITDA Schlusskurs	x	14,8	7,3	8,3	5,5	3,6	2,6	1,8
EV/EBIT Schlusskurs	x	17,9	7,8	8,5	5,6	3,7	2,6	1,9
KGV Hoch	x	n/a	39,3	26,1				
KGV Tief	x	n/a	19,3	12,9				
KGV Durchschnitt	x	n/a	25,1	18,5				
KGV Schlusskurs	x	n/a	31,8	25,0	16,2	11,9	9,5	7,9
KBV Schlusskurs	x	1,2	1,6	2,8	2,5	2,2	1,9	1,7
KCF Durchschnitt	x	2,6	2,4	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF-Yield	%	15,7%	13,9%	6,8%	13,1%	18,2%	16,9%	19,0%
Dividendenrendite	%	2,0%	1,5%	1,7%	3,1%	4,1%	5,2%	6,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal year
Umsatz	EUR Mio.	96,4	100,3	107,1	117,7	128,4	138,9	145,5	149,1	150,7	151,4	151,7	151,9	152,0	152,2	152,3	152,5
YoY	%	-2,0%	4,0%	6,8%	9,9%	9,1%	8,2%	4,7%	2,4%	1,1%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBIT	EUR Mio.	6,7	9,2	11,8	14,3	16,7	19,1	19,9	20,3	20,4	20,4	20,3	20,2	20,1	20,0	19,9	19,8
EBIT-Marge	%	7,0%	9,2%	11,1%	12,1%	13,0%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%	13,5%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%
Steuern	EUR Mio.	-2,0	-2,8	-3,6	-4,4	-5,1	-5,9	-5,9	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9
Steuerquote (τ)	%	43,8%	41,8%	40,7%	39,9%	39,4%	39,1%	37,8%	37,8%	37,8%	37,8%	37,8%	37,8%	37,8%	37,8%	37,8%	37,8%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	2,6	3,9	5,3	6,6	7,8	9,1	9,7	9,9	9,9	9,9	9,9	9,8	9,8	9,7	9,7	9,7
Reinvestment	EUR Mio.	-0,5	1,4	2,6	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2
FCFF	EUR Mio.	2,0	5,3	7,8	6,8	8,0	9,2	9,8	9,9	10,0	9,9	9,9	9,8	9,8	9,7	9,7	9,5
WACC	%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,5%	8,0%	7,6%	7,2%	6,8%	6,4%	5,9%	5,5%	5,1%	5,1%	
Diskontierungssatz	%	91,8%	84,3%	77,4%	71,1%	65,3%	60,2%	55,7%	51,8%	48,3%	45,2%	42,5%	40,1%	38,0%	36,2%	34,4%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	1,9	4,5	6,1	4,8	5,2	5,5	5,5	5,1	4,8	4,5	4,2	4,0	3,7	3,5	3,3	
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	40,8															
in % des Enterprise Value	%	37,9%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	22,5															
in % des Enterprise Value	%	20,9%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	44,2															
in % des Enterprise Value	%	41,1%															
Enterprise Value	EUR Mio.	107,4															
Finanzschulden	EUR Mio.	-5,5															
Excess Cash	EUR Mio.	7,8															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	109,7															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	3,5															
Wert des Eigenkapitals	EUR	31,00															

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)
22.06.2021 / 08:00 Uhr	EUR 31,00 / EUR 17,20	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.

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 22.06.2021 um 07:50 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 17,20.