

SendR SE

Reuters: n/a

Bloomberg: MLSDR:FP

Intermediär der Musikindustrie

Schnittstelle zur Online-Distribution medialer Inhalte

Mit einem Katalog von über 120.000 Künstlern und mehr als 600.000 Liedern bei über 1 Mrd. Downloads bzw. Streams ist SendR über die 100%ige Tochter finetunes eines der führenden unabhängigen Clearing-Häuser für die digitale Auswertung von Musikrechten. Das Geschäftsmodell von SendR besteht aus dem Einkauf von Lizenzrechten von Independent Musik-Labels und dem anschließenden Weiterverkauf über ein breites Spektrum von Onlineportalen wie iTunes und Streaming-Plattformen wie Spotify. Hierfür bietet SendR eine Reihe von Zusatzdienstleistungen an, die von der Digitalisierung von Inhalten über Marketing- und Promotions-Lösungen bis hin zur Bereitstellung von Metadaten reichen.

Geschäftsmodell

SendR generiert volumenabhängige Transaktionserlöse, wenn die angebotene Musik über eine von SendR belieferte Plattform heruntergeladen oder gestreamt wird. Die durch den Download eingezogenen Verkaufspreise werden um die von SendR beanspruchte, individuelle Vertriebsprovision von 5% bis 30% gekürzt und an die Indie-Labels weitergeleitet.

SendR steht vor Einkauf größerer Lizenzrechtepakete

Zu den entscheidenden Wettbewerbsvorteilen und Markteintrittsbarrieren zählen nach Ansicht des Managements neben der technologischen Plattform die langjährige Erfahrung und die fundierten Kontakte der Firmengründer sowohl zu Labels als auch zu den globalen Verwertungsplattformen. Im Zentrum der zukünftigen Unternehmensstrategie steht der Erwerb umfangreicher Rechtepakete von führenden Independent Labels. Ein erster Schritt wurde unlängst mit dem Abschluss einer Auswertungspartnerschaft mit ECO Musik Holding gemacht, einem der größten Anbieter für Kinderlieder im deutschsprachigen Raum. Für das laufende Jahr rechnen wir mit dem Erwerb weiterer Rechtepakete.

Rückblick auf 2014e und Ausblick auf 2015e und 2016e

Im vergangenen Jahr hat SendR nach unserer Einschätzung Erlöse von EUR 9,1 Mio. (+3,8% YoY) und ein operatives Ergebnis von EUR 0,6 Mio. (EBIT-Marge 6,4%) erwirtschaftet. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 11,4 Mio. (+25,0% YoY) und des operativen Ergebnisses auf EUR 1,3 Mio. (entsprechend einer EBIT-Marge von 10,6%). Für 2016e rechnen wir mit Umsätzen von EUR 13,8 Mio. und einem EBIT von EUR 2,1 Mio.

Kursziel EUR 31,80 je Aktie – Buy

Unser Kursziel von EUR 31,80 je Aktie (Base-Case-Szenario) ist das Ergebnis eines dreistufigen DCF-Modells. Wesentliche Inputfaktoren sind aktuelle WACC von 10,6%, eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von 3,0% im Terminal Value und eine Wachstumsrate im Terminal Value von 0,2%. Best- und Worst-Case-Szenario ergeben Kursziele von EUR 33,50 bzw. EUR 29,70 je Aktie.

Schwächen und Risiken

Wir sehen die folgenden operativen Risiken: **(1)** Hohe Abhängigkeit von den drei wichtigsten Kunden; **(2)** potenzielle Klumpenrisiken aus dem Einkauf größerer Lizenzrechtepakete; **(3)** Befristete Laufzeiten der Verwertungsverträge; **(4)** Gefahr eines Markteintritts von bspw. Google.

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: 21,04

Kursziel: EUR 31,80

WKN/ISIN: A1YDAZ/DE000A1YDAZ7

Indizes: n/a

Transparenzlevel: Marché Libre der Euronext Paris

Gewichtete Anzahl Aktien: 1,2 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 25,2 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 500 Aktien

Hauptversammlung: vorauss. Juni 2015

EUR Mio. (31/12)	2013	2014e	2015e	2016e
Nettoumsatz	8,8	9,1	11,4	13,8
EBITDA	0,8	0,7	1,4	2,2
EBIT	0,8	0,6	1,3	2,1
EBT	0,8	0,6	1,2	2,1
EAT	0,5	0,4	0,8	1,3

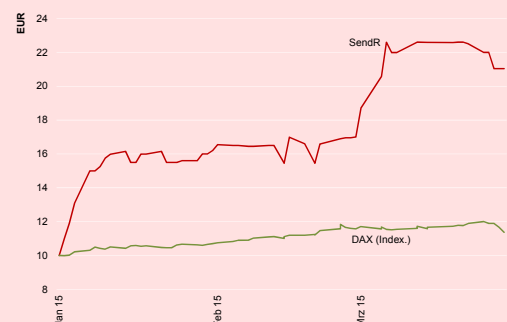
% vom Umsatz	2013	2014e	2015e	2016e
EBITDA	9,4%	7,7%	12,1%	16,0%
EBIT	8,7%	6,9%	11,3%	15,2%
EBT	8,7%	6,9%	10,9%	14,9%
EAT	5,8%	4,5%	7,1%	9,7%

Je Aktie/EUR	2013	2014e	2015e	2016e
EPS	0,42	0,34	0,67	1,12
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,90	1,24	1,91	3,03
Cashflow	0,22	0,27	0,79	1,24

%	2013	2014e	2015e	2016e
EK-Quote	32,6%	42,3%	50,4%	59,6%
Gearing	-44,1%	-43,0%	-61,9%	-76,7%

x	2013	2014e	2015e	2016e
KGV	n/a	n/a	31,4	18,8
EV/Umsatz	n/a	n/a	2,10	1,62
EV/EBIT	n/a	n/a	17,4	10,1
KBV	n/a	n/a	18,6	10,6

EUR Mio.	2015e	2016e
Guidance: Umsatz	-	-
Guidance: EBITDA	-	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Executive Summary	3
Business Profile	4
Aktienperformance und -volatilität	7
Unternehmensbewertung EUR 31,80 je Aktie – Buy	8
Schnittstelle zur Online-Distribution medialer Inhalte	13
Unternehmensgeschichte	19
Aktionärsstruktur	21
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	22
Strukturwandel in der Musikwelt	26
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen	34
Gewinn- und Verlustrechnung	39
Bilanz	41
Normalisierte Bilanz	43
Cashflow-Statement	45
Auf einen Blick I	47
Auf einen Blick II	49
DCF-Modell	51
Disclaimer	53

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

Executive Summary

Schnittstelle in der Auswertung medialer Online-Rechte

Die seit Januar am Pariser Marché Libre notierte SendR ist ein führendes, vertikal integriertes Clearing-House für die Musikindustrie. Das 2003 gegründete Unternehmen übernimmt für Independent Musik-Labels die Vermarktung ihrer medialen Online-Rechte auf zahlreichen Download- und Streaming-Plattformen. Neben einer ausgereiften technologischen Kompetenz sieht SendR seine Stärken vor allem in einem umfassenden Zugriff auf attraktive Rechtepakete von den führenden Independent Labels der Welt, was langfristig erhebliche Economies of Scale ermöglichen und in Verbindung mit weiter steigenden Markteintrittsbarrieren die ohnehin stabile Cashflow-Entwicklung verstetigen sollte.

Attraktives Chance-Risiko-Profil

Lizenzrechte werden von SendR üblicherweise über Vorschusszahlungen erworben. Diese werden anschließend mit den später erwirtschafteten Lizenzentnahmen verrechnet („recoupt“). Damit werden die ökonomischen Interessen beider Seiten vereinheitlicht, da SendR mit einem Neukunden nur dann die Gewinnzone erreicht, wenn die vereinnahmten Lizenzentnahmen den Vorschuss übersteigen. Da zugleich ein Vertrag vom Label nicht gekündigt werden kann, so lange dessen Vorschusszahlungen durch SendR nicht recoupt werden konnten, verringert sich das Risiko eines Fehleinkaufs für SendR drastisch – und ist in der Unternehmensgeschichte auch noch nicht vorgekommen. Allerdings ergibt sich daraus auch ein grundsätzlicher Kapitalbedarf des Geschäftsmodells, da bei der Kundenakquise hohe Liquiditätsbelastungen anfallen.

Rückblick auf 2014e, Ausblick auf 2015e und 2016e

Nachdem im Vorjahr nach unserer Schätzung Umsätze von EUR 9,1 Mio. und ein EBIT von rund EUR 0,6 Mio. erwirtschaftet wurden, rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit einer deutlichen Ausweitung des Geschäfts- und Ertragsvolumens: Getragen von dem Erwerb größerer Rechtepakete insbesondere im zweiten Halbjahr dieses Jahres erwarten wir Konzernentlöse in Höhe von EUR 11,4 Mio. (+25,0% YoY) und ein EBIT in Höhe von EUR 1,3 Mio. (entsprechend 10,6% der Gesamtleistung). Für 2016e rechnen wir mit einem weiteren Umsatzanstieg auf EUR 13,8 Mio. (22,0% YoY) und einem EBIT von EUR 2,1 Mio. (Marge 14,5%).

DCF-basierte Unternehmensbewertung von EUR 31,80 je Aktie – Buy

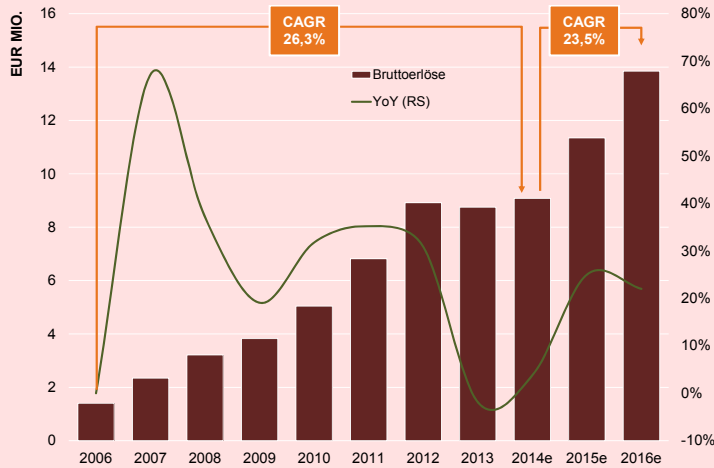
In Ermangelung börsennotierter Vergleichsunternehmen bewerten wir die Aktie der SendR SE ausschließlich anhand eines standardisierten dreistufigen DCF-Modells. Nachdem SendR nach unserer Einschätzung im vergangenen Jahr erstmals seit 2008 einen Ergebnismrückgang hat hinnehmen müssen, rechnen wir in diesem und den kommenden beiden Jahren mit einer Wiederaufnahme des positiven Ergebnis-Trends der Vorjahre. Im nachfolgenden Achtjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und mit dem Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2025e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 5,6% angesetzt; im abschließenden Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,2%, was den aktuellen quasi-risikolosen Zinsen in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einem Bear-Case- bzw. einem Bull-Case-Szenario haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Bezogen auf rund 1,2 Mio. Aktien ergibt unser DCF-Modell im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 31,80 je Aktie. Aus dem Bear-Case-Szenario ermitteln wir ein Kursziel von EUR 29,70, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 33,50 je Aktie.

Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** Mit einem Umsatzanteil von über 70% bestehen erhebliche Abhängigkeiten gegenüber den drei wichtigsten Kunden (iTunes, Spotify und Amazon); **(2)** zukünftig sollen explizit größere Lizenzrechtepakete eingekauft werden, wodurch sich ein Klumpenrisiko ergeben könnte; **(3)** aus der befristeten Laufzeit der Verwertungsverträge ergeben sich Risiken in der Unternehmensprognose; **(4)** Es besteht nach unserer Einschätzung die Gefahr, dass Google sein Geschäftsmodell um die die Auswertung von Online Musik-Rechten ergänzt.

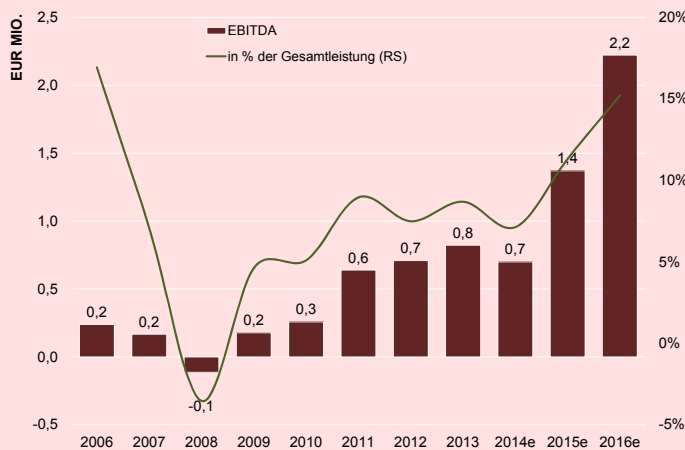
Business Profile

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



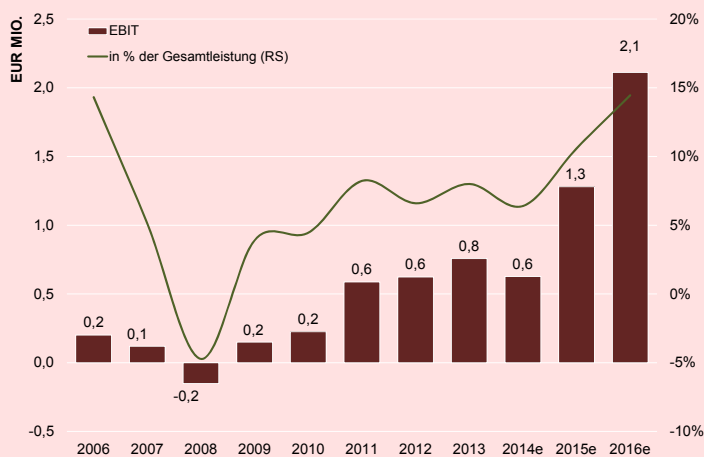
Das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum der vergangenen acht Jahre belief sich u. E. auf 26,3%. Mit ähnlichen Wachstumsraten rechnen wir auch für die kommenden beiden Jahre, in denen wir den Erwerb größerer Rechtepakete modelliert haben. Ein erster Schritt wurde unlängst mit dem Abschluss einer Auswertungspartnerschaft mit ECO Musik Holding gemacht, einem der größten Anbieter für Kinderlieder im deutschsprachigen Raum. Wir rechnen im laufenden Jahr mit dem Erwerb weiterer Rechtepakete.

EBITDA UND EBITDA-MARGE



Im vergangenen Geschäftsjahr musste SendR nach unserer Einschätzung einen Rückgang des EBITDA auf etwa EUR 0,7 Mio. (Vorjahr EUR 0,8 Mio., -15,0% YoY) hinnehmen. Ursächlich war eine Verkürzung der Zahlungsziele bzw. des Zeitraums zwischen Abrechnungseingang und Abrechnungsausgang zu Gunsten der Lizenzgeber. Bedingt durch die erwartete Ausweitung des Geschäftsvolumens gehen wir für das laufende Jahr von einer Verbesserung des EBITDA auf dann EUR 1,4 Mio. aus, für 2016e rechnen wir mit einem Anstieg auf dann über EUR 2,2 Mio.

EBIT UND EBIT-MARGE

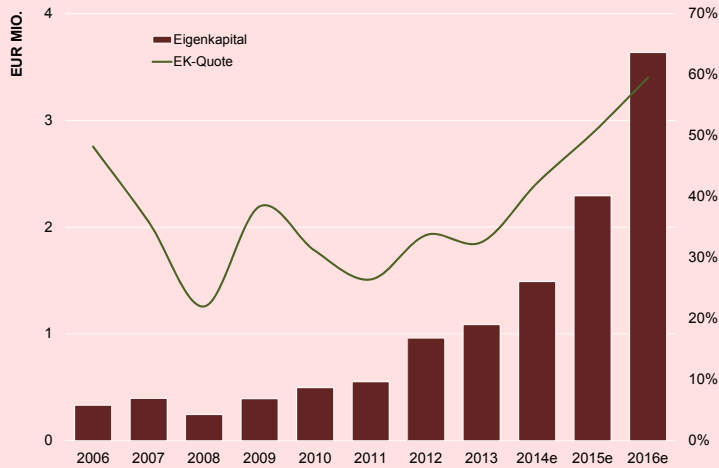


Da Abschreibungen bei SendR kaum und Amortisationen mangels Goodwill nicht anfallen, rechnen wir mit einer Entwicklung des EBIT im Gleichklang mit dem EBITDA. Nach EUR 0,6 Mio. in 2014e rechnen wir für 2015e und 2016e mit einem operativen Ergebnis von EUR 1,3 Mio. und EUR 2,1 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

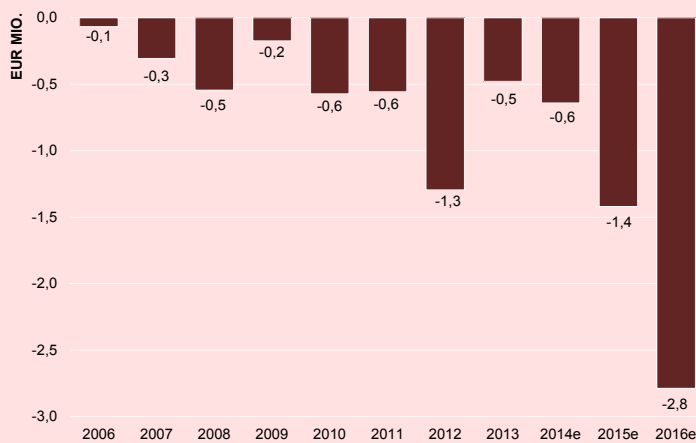
Business Profile (Forts.)

EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE



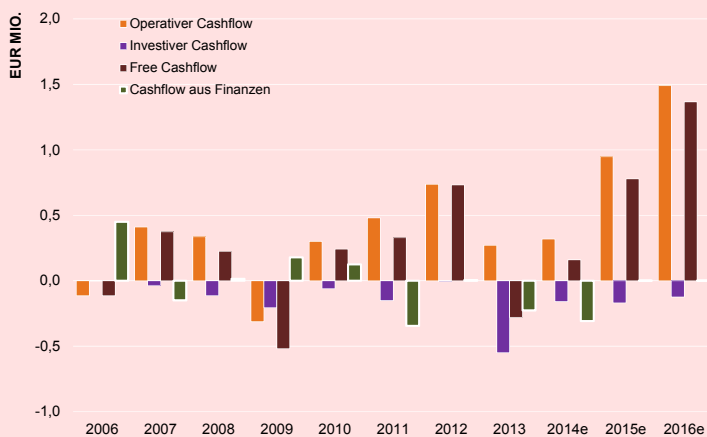
Mit einer von uns erwarteten Eigenkapitalquote von 42,3% per Ende 2014e ist SendR solide finanziert. Im Durchschnitt der vergangenen acht Jahre lag die Eigenkapitalquote bei etwa 34,4%.

NETTOVERSCHULDUNG



Seit der Gründung ist SendR ein netto wie brutto unverschuldetes Unternehmen. Durch die von uns erwartete Generierung von Free Cashflows sollte sich die Nettoliquiditätsposition bis zum Ende des folgenden Jahres auf EUR 2,8 Mio. erhöhen.

CASH FLOW

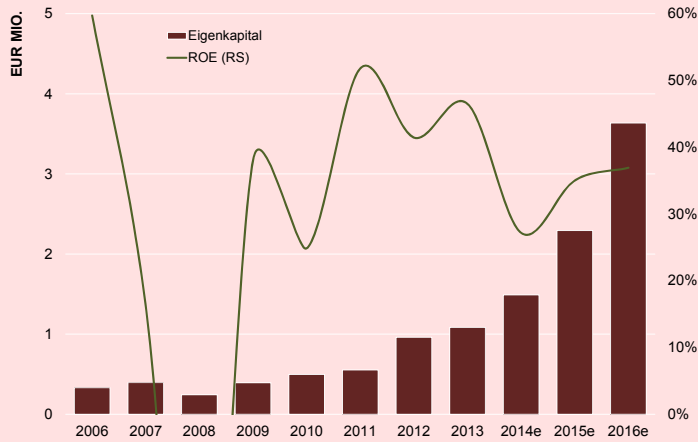


In den vergangenen acht Jahren konnte SendR im Durchschnitt Freie Cashflows in Höhe von EUR 0,1 Mio. pro Jahr erwirtschaften. Zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres konnte damit nach unseren Schätzungen ein Liquiditätspolster von EUR 0,6 Mio. aufgebaut werden.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

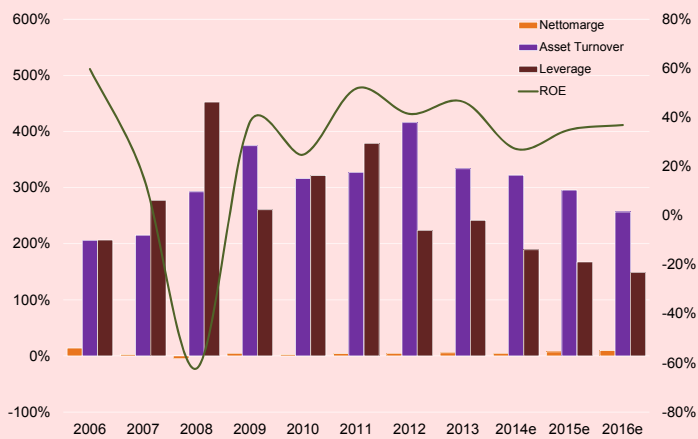
Business Profile (Forts.)

EIGENKAPITALRENDITE



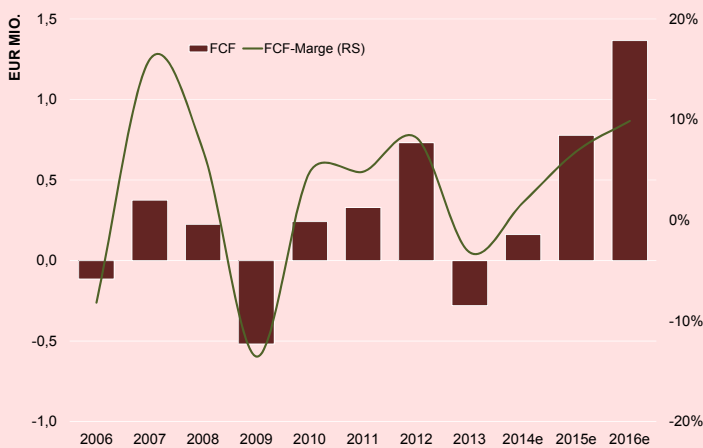
Die Eigenkapitalrentabilität von SendR war in den vergangenen acht Jahren nur einmal (2008) negativ. Ansonsten bewegte sich die Eigenkapitalrendite in einem Bereich von 16,1% und 59,7%.

EIGENKAPITALRENDITE



Das DuPont-Schema zeigt die Treiber der Eigenkapitalrentabilität. Haupttreiber der vergangenen acht Jahre war der gestiegene Asset Turnover des Unternehmens.

FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE

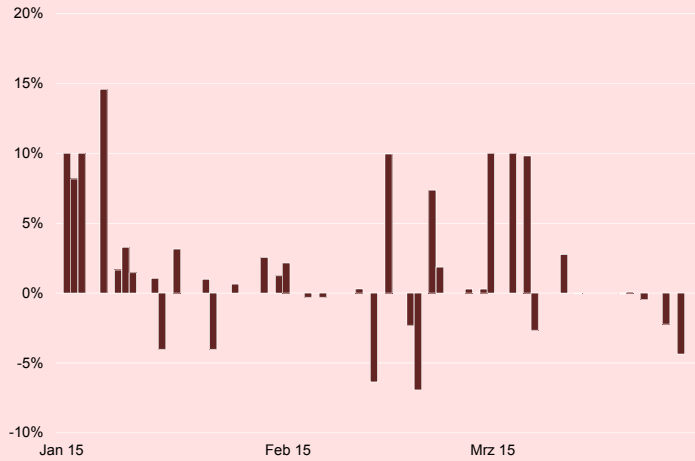


In den vergangenen neun Jahren waren die freien Cashflows lediglich drei Mal – 2006, 2009 und 2013 – negativ.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

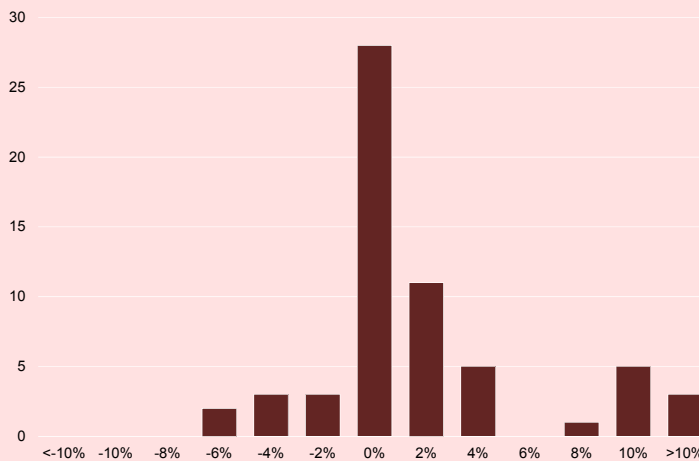
Aktienperformance und -volatilität

VOLATILITÄT



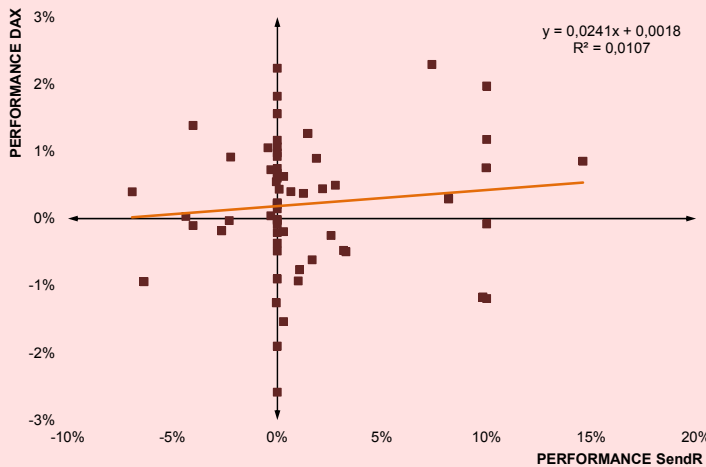
Seit dem Börsengang am Marche Libré der Pariser Wertpapierbörse im Januar dieses Jahres konnte eine erhebliche Volatilität der SendR-Aktie festgestellt werden. Tagesschwankungen von $\pm 10\%$ waren keine Seltenheit. Im Durchschnitt der vergangenen drei Monate konnte ein Aktionär eine Tagesrendite von etwa 1,3% verbuchen.

VERTEILUNG DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM



Der Chart zeigt das noch relativ geringe Handelsvolumen der Aktie. In den vergangenen Monaten kam es häufig zu keiner Kursveränderung. Allerdings können auch Extremwerte von +10% und mehr beobachtet werden.

GESCHÄTZTES BETA DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM



Bedingt durch die starke Performance der Aktie besteht keine besonders ausgeprägte Korrelation zwischen dem Aktienkurs von SendR und dem DAX, den wir als Benchmark des deutschen Unternehmens ausgewählt haben.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Unternehmensbewertung EUR 31,80 je Aktie – Buy

In Ermangelung börsennotierter Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell bewerten wir SendR ausschließlich anhand eines standardisierten dreistufigen DCF-Modells. Nachdem SendR 2014e nach unseren Schätzungen seine Ertragslage erstmals seit 2008 nicht weiter verbessern konnte, erwarten wir für 2015e und 2016e eine Fortsetzung des positiven Ergebnistrends. Wir rechnen mit einem operativen Ergebnis in Höhe von EUR 1,3 Mio. (2015e) und EUR 2,1 Mio. (2016e). Im nachfolgenden Neunjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangs- oder Grobplanungsphase repräsentiert und mit dem Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2025e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 5,9% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,2%, was den aktuellen quasi-risikolosen Zinsen in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einem Bear-Case- bzw. einem Bull-Case-Szenario haben wir alternative Umsatz- und Ertrags Szenarien zugrunde gelegt.

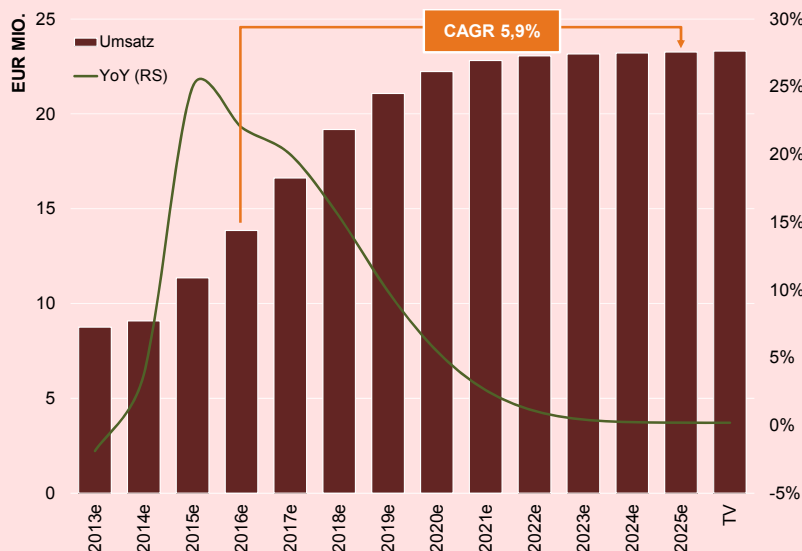
Bezogen auf rund 1,2 Mio. Stück Aktien ergibt unser DCF-Modell im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 31,80 je Aktie. Aus dem Bear-Case-Szenario ermitteln wir ein Kursziel von EUR 29,70, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 33,50 je Aktie.

Wir bewerten SendR anhand eines dreistufigen DCF-Modells

Wachstumsunternehmen wie SendR verfolgen langfristige Geschäftsmodelle. Durch die zunehmende Durchdringung der Medienmärkte mit der aktuellen Produktpipeline und nach der Einwerbung neuer finanzieller Mittel sollte sich die operative Ertragslage des Unternehmens in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung deutlich verbessern. Daher sehen wir in einem standardisierten dreistufigen DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für SendR.

Bis 2016e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflowplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2025e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detailplanungsphase (2014e-16e) und der Grobplanungsphase (2016e-25e) belaufen sich auf 23,5% bzw. 5,9%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2016e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2014e-16e in Höhe von 23,5%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2025e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 5,9% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen

Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,2% an.

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

- ☉ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Umsatzerlöse) von 15,2% in 2016e auf 25,7% in 2025e (Peak Margins) sukzessive erhöhen. Für die anschließende Phase des Terminal Value haben wir operative Margen von 20,0% unterstellt;
- ☉ eine durchschnittliche **Wachstumsrate der FCF im Terminal Value** von 0,2%, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ☉ ein Fundamental-**beta** von 1,3, das sich in Ermangelung von statistisch signifikanten Daten aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,10
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,20
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	1,30

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt;
- ☉ dass sich der **Grenzsteuersatz** im gesamten Planungszeitraum aufgrund mangelnder Verlustvorträge an dem in Deutschland üblichen Durchschnittsniveau von 32,0% orientiert;
- ☉ eine **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 3,0% pro Jahr, die einem von uns für SendR abgeleiteten Rating von B zugrunde liegt;
- ☉ dass die von SendR aktuell erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 10,6% diskontiert werden. Neben dem Fundamental-beta von 1,3 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,2%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von derzeit 9,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 3,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (2,0%) und einer Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem erwarteten Rating von B sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 9,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass SendR eine Zielkapitalstruktur von 50%/50% anstrebt;
- ☉ dass SendR im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 10,6% auf dann 5,2% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

TABELLE 2: WACC

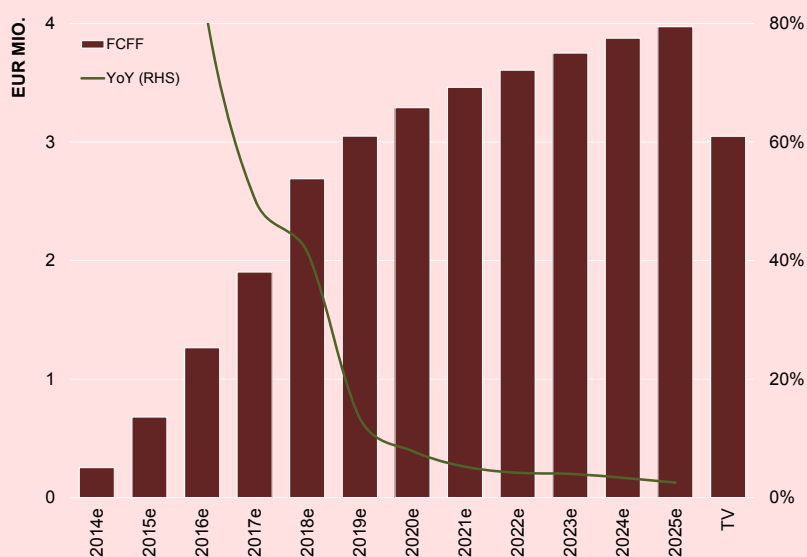
Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10y Bundesanleihe)	%	0,2%
Beta		1,3
Erwartete Risikoprämie (geometrischer Mittelwert)	%	9,0%
Kosten des Eigenkapitals	%	11,9%
Small Cap-Prämie		
Management-Prämie	%	2,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	7,5%
Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10y Bundesanleihe)	%	0,2%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	9,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	9,2%
Steuerquote	%	32,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	6,3%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	3,1%
WACC basierend auf Marktwerten	%	10,6%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Dynamische Entwicklung der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich folgende, relativ dynamische Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2014e bis 2025e. Im Terminal Value modellieren wir aufgrund des unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen Rückgang der Free Cashflows, der dann wiederum die Basis für die Ewige Renten-Berechnung stellt.

ABBILDUNG 2: FCFF UND FCFF-WACHSTUM



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 31,80 je Aktie

Dabei werden etwa 47,3% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 52,7% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 31,80 je Aktie

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

PV des Terminal Value	EUR Mio.	17,7
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR Mio.	19,8
Summe PV	EUR Mio.	37,5
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0
Cash	EUR Mio.	0,6
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	38,1
Anzahl Aktien	Mio.	1,2
Kursziel je Aktie	EUR	31,80

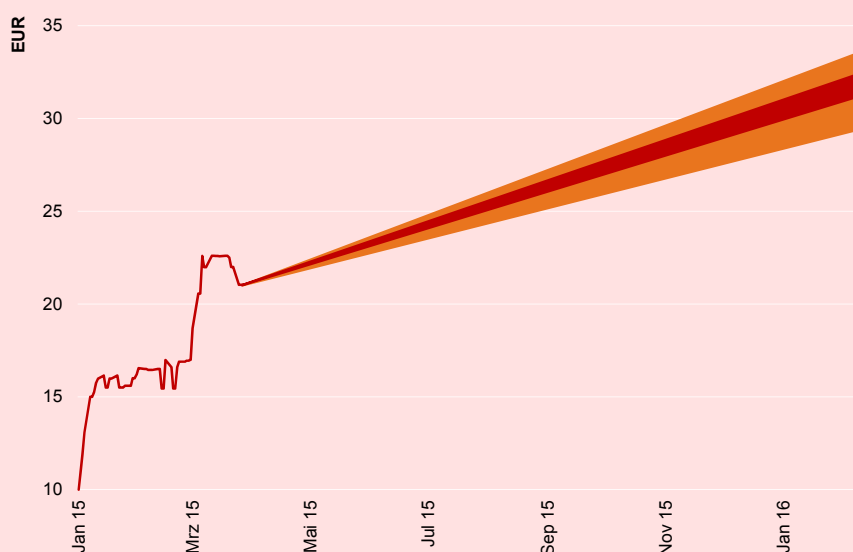
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- Ⓢ Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von angenommenen 20,0% um 300 Basispunkte auf 17,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf -0,7% von 0,2%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität insbesondere im Download-Bereich verschärfen und SendR die Ausweitung der Rechtepakete nicht wie erwartet gelingen würde. In diesem Bear-Case-Szenario würde der Unternehmenswert von SendR um EUR 2,10 auf EUR 29,70 je Aktie zurückgehen.
- Ⓢ Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 1,1% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 23,0% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir unser Kursziel um EUR 1,70 auf EUR 33,50 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall einen Wert des Eigenkapitals von EUR 29,70 je Aktie und im optimistischen Fall von EUR 33,50 je Aktie.

ABBILDUNG 3: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf mittelfristige Sicht sehen wir ein Kursziel von EUR 31,80 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 29,70) haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 33,50) gelingen Unternehmenswachstum und die Margenausweitung noch schneller.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bewertung zum Kursziel von EUR 31,80 je Aktie

Bei Erreichung unseres Kurszieles wäre die SendR-Aktie mit folgenden Multiplis bewertet:

TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

x	Bewertung zu aktuellem Kurs		Bewertung zu Kursziel EUR 31,80	
	2015e	2016e	2015e	2016e
KGV	31,4x	18,8x	47,5x	28,4x
EV/Umsatz	2,10x	1,62x	3,24x	2,55x
EV/EBIT	17,4x	10,1x	26,8x	15,9x
KBV	18,6x	10,6x	28,7x	16,8x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die zukünftige Entwicklung des Aktienkurses von SendR in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Aussagen über die Geschäftsentwicklung des vergangenen Jahres, **(2)** die Guidance einer im Jahresvergleich deutlichen Ergebnisverbesserung; **(3)** Meldungen über die Gewinnung von neuen Musik-Labels; **(4)** Aufnahme des Aktienhandels am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse.

Katalysatoren für das Erreichen des Kurszieles

Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** Mit einem Umsatzanteil von über 70% bestehen erhebliche Abhängigkeiten gegenüber den drei wichtigsten Kunden (iTunes, Spotify und Amazon); **(2)** zukünftig sollen explizit größere Lizenzrechtepakete eingekauft werden, wodurch sich ein Klumpenrisiko ergeben könnte; **(3)** aus der befristeten Laufzeit der Verwertungsverträge ergeben sich Risiken in der Unternehmensprognose; **(4)** Gefahr eines Markteintritts von Google in die Auswertung von Online-Rechten.

Schnittstelle zur Online-Distribution medialer Inhalte

SendR ist ein technologisch führendes, vertikal integriertes Clearing-House für die Musikindustrie, das die Vermarktung von Lizenzrechten für Independent Musik-Labels über eine breite Palette von à la Carte-Onlineportalen wie iTunes oder Amazon oder Streaming-Plattformen wie YouTube, Spotify oder Deezer übernimmt. Hierfür bietet SendR eine Reihe von Zusatzdienstleistungen an, die von der Digitalisierung der Inhalte über Marketing- und Promotions-Lösungen bis hin zur Bereitstellung von Metadaten reicht. Die entscheidenden Wettbewerbsvorteile und Markteintrittsbarrieren sind nach Ansicht des Managements neben der technologischen Plattform die langjährige Erfahrung und fundierten Kontakte der Firmengründer sowohl zu zahllosen Labels als auch zu den globalen Verwertungsplattformen. Im Zentrum der zukünftigen Unternehmensstrategie steht der Einkauf größerer Rechtepakete von führenden Independent Labels. Damit sollen erhebliche und profitabilitätssteigernde Skaleneffekte realisiert werden.

Pionier und Technologieführer in der Musikindustrie

Über seine 100%ige Tochter finetunes GmbH ist SendR SE einer der größten Online-Musikdistributoren Europas und einer der wenigen Anbieter lizenzierfähiger Musikdownload-Speichertechnologie der Welt. Vergleichbar einem Clearinghaus im Finanzbereich, das für das Clearing und Settlement von Wertpapier- oder Fremdwährungstransaktionen zuständig ist, ermöglicht das 2003 gegründete Unternehmen als Intermediär in der Musikindustrie Rechteinhabern die umfassende Auswertung ihrer digitalen Onlinerechte. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit ist die Verwertung digitaler Musikrechte; die ebenfalls angebotene Verwertung von Musik-Videos, lang-formatigen Videos wie Konzertmitschnitten und Audio-Books ist demgegenüber eher von untergeordneter Bedeutung.

Lizenzgeber sind Independent Musik-Labels in Deutschland sowie dem europäischen Ausland, die selbst nicht über das Know-how und die notwendigen Ressourcen für eine globale Vermarktung ihres Rechtekatalogs verfügen. Lizenznehmer sind Onlineportale wie YouTube, iTunes, Amazon und Google Play (à la Carte-Download) oder auch abonnentenbasierte Verwertungsplattformen wie Spotify oder Deezer (Musik-Streaming), die selbst wiederum keine Kontakte zu den tausenden, häufig regional tätigen Indie-Labels aufnehmen (können).

Der Begriff „Label“ stammt ursprünglich von dem Papieretikett, das auf einer Schallplatte aufgedruckt wurde. Als Oberbegriff für Plattenfirmen oder Tonträgerhersteller ist das Label die Marke, mit der sich die Firma am Musikmarkt positioniert.

ABBILDUNG 4: DAS GESCHÄFTSMODELL EINES CLEARING-HAUSES



Ein Künstler tritt in eine Vertragsbeziehung mit einem Label, das diesem über einen Vorschuss die Produktion eines Tonträgers ermöglicht und dafür im Gegenzug dessen Urheber- und Leistungsschutzrechte verwertet. Im Online-Zeitalter bedient sich das Label immer häufiger spezialisierten Clearing-Häusern wie SendR, die auf die Verwertung dieser Rechte spezialisiert sind und als Schnittstelle zwischen Label und den Digital Service Providern (DSP) wie YouTube oder Spotify fungieren.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Begrenzte Risiken durch breite Palette von Zulieferern und Kunden

Derzeit werden von SendR mehr als 600.000 Audio- und Videostücke von über 3.500 direkten (bei denen das Label als Lizenzgeber in Erscheinung tritt) und indirekten (bei denen eine Label/Sublabel-Konstruktion/Label-Aggregat Vertragspartner ist) Lizenzgebern auf den Internet-Plattformen von rund 450 Lizenznehmern (v. a. Onlineportale und Streaming-Plattformen) ausgewertet.

Der Einkauf von Inhalten: Die Rolle der Independent-Labels

Erworben werden die Inhalte von überwiegend Independent Musik-Labels. Independent oder kurz Indie-Labels sind in einer Negativdefinition all jene Plattenfirmen, die sich nicht im Besitz der (inzwischen nur noch) drei globalen Major-Labels befinden – also von Universal Music Group, Warner Music Group und Sony Music Entertainment. Independent-Labels sind in der Regel kleinere Unternehmen, die häufig bestimmte regionale oder stilistische Nischen besetzen. Diese Nischen finden Indie-Labels meist in Musikgenres abseits des Mainstreams in häufig avantgardistischen Stilrichtungen, die von den Majors aufgrund der Marktgröße, mangels Gespür oder lokaler Präsenz nicht besetzt werden (können).

Weltweit gibt es tausende Indie-Labels, deren Größe von Einpersonengesellschaften bis zu mittelständischen Unternehmen reicht. Sie sind in der Regel stark personenbezogen und werden häufig gegründet, weil sich für die Vermarktung einer bestimmten Musikrichtung kein anderes Label finden lässt. Zu den prominentesten und innovativsten Vertretern zählen Tonträgerfirmen wie Epitaph Records (zahlreiche Punk-Bands), Sub Pop (u. a. Nirvana), Rough Trade (u. a. The Smiths) oder Factory (u. a. Joy Division). Indie-Labels sind aber nicht nur im Bereich der avantgardistischen Musik tätig, auch für klassische Musik haben sich Independent Labels wie Chandos Records positioniert. In Deutschland zählten im vergangenen Jahr Alive, Cargo Records, Edel/Kontor, GoodToGo, H'ART, Indigo, Kiddinx, MCP, Naxos, Soulfood, SPV und tonpool zu den umsatzstärksten Indie-Labels.

Outsourcing von künstlerfernen Dienstleistungen an SendR

Im Gegensatz zu den gängigen „360-Grad-Verträgen“ der Majors, mit denen die gesamte mediale Wertschöpfungskette abgedeckt wird, sind Independent Labels aus Kapazitätsgründen häufig nur auf bestimmte Teilbereiche der Wertschöpfungskette der Musikindustrie fokussiert. Oft werden insbesondere die künstlerfernen Bestandteile – vor allem Marketing, Promotion und Vertrieb – an Major-Labels oder Spezialanbieter outsourct, wodurch die wirtschaftliche und künstlerische Unabhängigkeit der Indie-Labels de facto relativiert wird.

Theoretisch sind sämtliche Indie-Labels der Welt potenzielle Kunden von SendR. Und in der Tat beschränkt sich der Erwerb von Lizenzrechten nicht nur auf den deutschsprachigen bzw. europäischen Raum (ca. 65%), sondern findet zunehmend auch von Labels in Nordamerika (ca. 40%) sowie in Asien (ca. 5%) statt. Die Akquisition neuer Labels erfolgt dabei entweder passiv, indem A&R- (Artist and Repertoire-) Mitarbeiter des Lizenzgebers, zum Beispiel eines Labels oder eines Label-Aggregates, SendR kontaktieren, oder aktiv über eigene Vertriebsmitarbeiter, die über ihr Netzwerk neue Lizenzgeber suchen und betreuen.

Erwerb von Lizenzrechten i. d. R. über exklusive Output-Verträge

Meist schließt SendR mit den Lizenzgebern eine sogenannte Einbringungsverpflichtung ab. Hierbei handelt es sich um exklusive Output-Verträge, die SendR berechtigen, sämtliche von einem Label produzierten medialen Inhalte zu übernehmen und diese für einen definierten Zeitraum in einem bestimmten Territorium oder Download-Shop zu verwerten. Nur in Ausnahmefällen werden auch Label-Verträge abgeschlossen, die nur den Back-Katalog umfassen, also die in der Vergangenheit produzierten Musikstücke, nicht jedoch die zukünftig „akquirierten“ Künstler.

Auch wenn Lizenzrechte üblicherweise über einen Vorschuss erworben werden, der anschließend mit den später erwirtschafteten Lizenzeinnahmen verrechnet („recoupt“) wird, ist das Geschäftsmodell von SendR tendenziell auf die weniger kapitalintensiven Teile der medialen Wertschöpfungskette ausgerichtet. Gleichzeitig verfolgen SendR und der Lizenzgeber einheitliche ökonomische Interessen, da SendR mit Neukunden nur dann die Gewinnzone erreicht, wenn die vereinnahmten Lizenzen den Vorschuss übersteigen. Allerdings ergibt sich daraus auch ein fortlaufender Liquiditätsbedarf, da Vorschusszahlungen für eine

Die Album-Charts verdeutlichen die große Bedeutung, die nationale Künstler auf die gesamten Musikverkäufe der jeweiligen Länder haben. Denn in den meisten Märkten stammt der überwiegende Anteil der Gesamterlöse von heimischen Künstlern. Dies stellt eine Chance für Independent Labels dar, die naturgemäß einen besseren Zugang zu regionalen oder sogar lokalen Musikmärkten haben.

Indie-Labels übertragen in der Regel Teile der Wertschöpfungskette an Spezialisten wie SendR, um sich auf ihre Kernkompetenzen, der Entdeckung von Talenten, zu fokussieren.

De jure sind die Output-Verträge zeitlich befristet, de facto hat SendR in den vergangenen zehn Jahren nach Aussagen des Managements kaum Labels verloren. Die Geschäftsbeziehungen von SendR sind ausgesprochen langfristig ausgelegt.

Kundengewinnung unabdingbar sind.

Abgeschlossen werden Lizenzverträge in der Regel mit einer Laufzeit von zwei Jahren. Ist mit dem Vertrag eine Vorschussleistung verbunden – was den Normalfall darstellt – kann der Vertrag vom Label so lange nicht gekündigt werden, wie die Lizenzentnahmen durch SendR nicht recoupt werden konnten. Dies verringert zum einen die Gefahr eines Fehleinkaufs, zum anderen ergeben sich für SendR relativ lange Vertragslaufzeiten, was wiederum die Prognostizierbarkeit des Geschäftsmodells erhöht.

Aufgrund seiner limitierten Kapitalbasis hat SendR bislang eher mit kleineren Labels, vorwiegend aus der elektronischen Musik, exklusive Vertriebsvereinbarungen abschließen können. Zu den prominentesten Labels zählen

- ⑤ **AudioSonic Music:** Jazz; Swing, Folk und Schlager mit Fokus auf die 1920-1970er-Jahre;
- ⑤ **Hot Action Records:** Plattenlabel der „Die Ärzte“;
- ⑤ **BPitch Control:** Label mit Schwerpunkt auf elektronische Musik.

Lag der Fokus bislang auf den kleinen Indie-Labels, sollen zukünftig auch größere Rechtepakete erworben werden. Für die hierfür notwendige Kapitalbasis könnte der im Januar dieses Jahres erfolgte Börsengang am Marché Libre der Pariser Wertpapierbörse die notwendige Basis stellen.

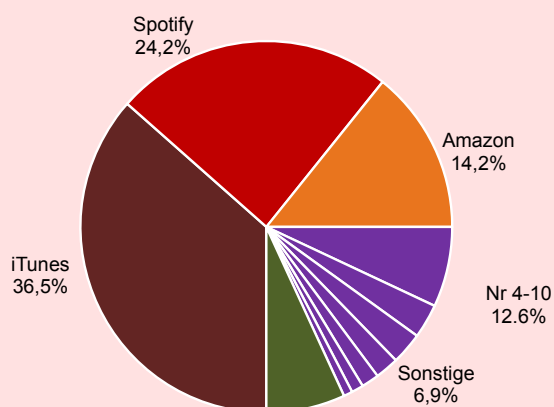
Einer der größten Auswertungsverträge in der Unternehmensgeschichte

Mitte April wurde der Abschluss einer Auswertungspartnerschaft mit ECO Musik Holding bekannt, einem der größten Anbieter für Kinderlieder im deutschsprachigen Raum. Dabei konnte sich SendR für mindestens vier Jahre die Exklusiv-Rechte an einem Katalog von derzeit mehr als 9.000 bekannten Kinderliedern, darunter Benjamin Blümchen, Bibi Blocksberg, Calimero oder Sandmännchen sichern, die sämtliche relevanten, digitalen und physischen Kanäle umfasst.

Einer der Schwerpunkte liegt hierbei auf der gemeinsamen Auswertung über einen eigenen YouTube Kanal. Im Rahmen der Kooperation entwickelt SendR zusammen mit ECO Musik zudem Animationsfilme, die zusammen mit den Kinderliedern auf YouTube ausgewertet werden sollen

Das erzielbare Umsatzvolumen des gemeinsamen Auswertungsvertrags wird von der Gesellschaft über einen Dreijahreszeitraum auf rund EUR 1,5 Mio. beziffert.

ABBILDUNG 5: KUNDEN VON SENDR, 2014



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Der Vertrieb erfolgt im Wesentlichen über Tier 1-Onlineplattformen

Neben dem eigenen finetunes-Shop werden die Inhalte derzeit über mehr als 450 spezialisierte Retailportale vertrieben, sogenannte Digital Service Provider (DSPs). Diese „virtuellen Plattenläden“ binden den Musikkäufer durch ein breites Sortiment, einen einfachen und intuitiv verständlichen Download-Prozess sowie

Der Vertrieb erfolgt über eigene Mitarbeiter (Direktvertrieb). Derzeit beschäftigt SendR 13 Mitarbeiter bzw. Freelancer im Vertrieb.

ein möglichst breites Sortiment unterschiedlicher Bezahlfunktionen. Die drei größten Third Party Shops (TPS) iTunes, Spotify und Amazon sind zugleich die größten Musikdownloadplattformen der Welt. Mit ihnen erwirtschaftet SendR derzeit über 70% der Erlöse.

Während Major-Labels und größere Independent-Labels mit diesen Plattformen selbst in direkte Geschäftsbeziehungen treten können, ist dies kleineren Indie-Labels meist nicht möglich. Ihnen fehlen insbesondere die personellen Ressourcen, um mit den zahlreichen, zum Teil auch nur regional bedeutenden Onlineportalen in Kontakt zu treten und Vertriebsvereinbarungen auszuhandeln. Daher nehmen Indie-Labels die Dienste von Clearing-Häusern wie SendR in Anspruch. Im Grunde genommen übernimmt SendR klassische Maklerfunktionen, über die Online-Shops mit Indie-Labels zusammengeführt werden.

Produkte und Dienstleistungen im Detail

Musik über das Internet zur Verfügung zu stellen, ist technologisch keine besonders anspruchsvolle Aufgabe mehr. Sie wird inzwischen von einer Reihe von Spezialanbietern erfüllt. Um die für einen Download erforderliche Aufmerksamkeit zu generieren, bedarf es allerdings durchdachter Marketing- und Customer Relationship-Konzepte. Daher erfolgt die eigentliche Wertschöpfung durch SendR zwischen dem Ein- und dem Verkauf der Inhalte. Die von SendR angebotenen Dienstleistungen umspannen die gesamte Wertschöpfungskette der digitalen Medien- und Unterhaltungsindustrie. Durch seine breite Aufstellung beschränkt sich SendR nicht auf die leicht zu kopierende Rolle eines Rechthändlers, sondern ist zugleich Dienstleister und Zulieferer für Kreative und Künstler, Autoren, Labels, die Betreiber von Download-Plattformen und Endkonsumenten zugleich.

SendR übernimmt für die Labels sowohl technische Dienstleistungen wie die Digitalisierung und Verschlüsselung ihrer medialen Inhalte, als auch verschiedene Promotionsaktivitäten, die durch personalisierte und zielgruppenspezifische Marketingkampagnen unterstützt werden. Der Produkt- und Dienstleistungskatalog von SendR besteht im Einzelnen aus folgenden Produkten:

- ⑤ **PromoTool** ist eine Schnittstelle zwischen den Labels und den Online-Vertriebsplattformen, Radiostationen, Journalisten und Bloggern. Die Datenbank stellt Rechteinhabern und Rechteinverwertern alle Informationen über den Katalog von finetunes zur Verfügung – von den Veröffentlichungsdaten über die Künstler- und Band-Biographien bis hin zu den aktuellen Tour-Daten, von Bildern der Band und der Musiker bis hin zu Tour- und Musikvideos. Ein weiterer Bestandteil von PromoTool ist der Online Promotion Service, mit dessen Hilfe Labels personalisierte Werbekampagnen lancieren können, indem zum Beispiel Audio-Dateien oder Voucher-basierte Download-Giveaways an einen ausgewählten Personenkreis verschickt werden können. Die für den Versand erforderlichen Kontaktdaten von internationalen DJs, Musikkritikern, Bloggern, Online- und Offline-Magazinen und Rundfunkstationen werden von finetunes zur Verfügung gestellt.
- ⑤ **Direct 2 Fan** ist eine Vertriebslösung, mit der Online-Medien mit physischen Produkten wie Eintrittskarten, CDs, Vinyl-LPs, T-Shirts oder anderen Merchandise-Artikeln kombiniert werden. Ein Beispiel ist die Kombination von MP3-Downloads mit dem Versand von T-Shirts.
- ⑤ **Banner Network** ist eine zielgruppenspezifische Bannerwerbekampagne, die bei besonderen Anlässen wie einer Release-Ankündigung durchgeführt werden kann.
- ⑤ **ContentHub** ist eine Upload-Anwendung, die den Kunden einen jederzeitigen Content-Upload und selbständigen Qualitäts-Check ermöglicht.

Das Ertragsmodell von SendR

Das Ertragsmodell von SendR basiert zum einen auf der Vereinnahmung von Lizenzerträgen. Diese fallen in zwei Formen an:

- ⑤ Beim **Download** einzelner Musikstücke oder ganzer CDs als prozentualer Anteil am Verkaufspreis;

Neben den eigentlichen Kernkompetenzen hat SendR eine Reihe von Produkten entwickelt, mit dem Ziel, die Kundenbindung weiter zu erhöhen.

- Bei **Streaming-Dienstleistungen** wie Spotify über eine pro-rata-Abrechnung aller gestreamten Musikstücke, wobei die Lizenzentnahmen eines Labels auf 15 Nachkommastellen berechnet werden.

Neben den umsatzabhängigen Erlösen werden von SendR in geringem Umfang auch fixe Zahlungen vereinnahmt, etwa aus Signing Fees oder aus Delivery Fees.

Die vereinnahmten Lizenzentnahmen werden zeitnah nach deren Vereinnahmung (in der Regel monatlich) und nach Abzug einer Provision an die jeweiligen Labels weitergeleitet. Hygienefaktoren bei der Erstellung der Abrechnung sind nach Ansicht des Managements Genauigkeit, Pünktlichkeit und Transparenz in der Ertragsaufstellung der Label-Downloads auf Drittplattformen. Darüber hinaus legt SendR besonderen Wert auf die Verständlichkeit der Royalty-Reports, die detaillierte Aufschlüsselungen der Downloads, Streaming- und Abonnementerlöse beinhalten.

White-Label-Lösung für Musik-Labels

Neben den Clearing-Haus-Aktivitäten von finetunes bietet SendR seinen Kunden, den Musik-Labels, über die sogenannten „White Label-Lösungen“ die Option an, die Funktionalitäten eines Download-Stores selbst zu übernehmen. Zwar basiert die Einbindung des Front-Ends in die Systemumgebung der Kunden auf standardisierten Programmen, der Softwarekäufer blickt jedoch auf einen individualisierten Online-Shop, der sich für ihn nahtlos in die Corporate Identity des Labels und die jeweiligen, regionaltypischen Gegebenheiten eingliedert (gleiches „Look and Feel“). Aufgrund der nahtlosen Back-end- und Front-end-Integration des Download-Bereichs fällt es den Musikabnehmern nicht auf, dass er sich nicht mehr auf der Website des Labels befindet, sondern auf einer von SendR gehosteten. Die Einbindung des Download-Bereichs in die Website des Labels und der Aufruf der Programme erfolgen in der Regel über einen Link auf der Label-Webseite. Der Aufbau eines standardisierten Download-Bereichs ist wenig zeitintensiv, so dass ein Download-Bereich nach Unternehmensangaben in nur wenigen Arbeitstagen betriebsbereit ist.

Dabei unterstützt SendR nicht nur unterschiedliche Währungen und Sprachen, sondern auch mehr als zahlreiche Zahlungsmethoden, wie beispielsweise Kreditkarten, Lastschriften und vergleichbare Direct Debit-Verfahren im Ausland, Online-Überweisungen, Vorkasse, Zahlung per Rechnung oder per Nachnahme sowie Zahlung gegen elektronisches Cybergeld. Ein hierzulande prominentes Beispiel für eine White-Label-Lösung ist das Hamburger Label Grand Hotel Van Cleef. Neben einer einmaligen Gebühr für die Erstellung des Onlineshops erhält SendR auch in diesem Fall eine umsatzabhängige Provision der über den Shop getätigten Downloads.

Physische Auslieferung

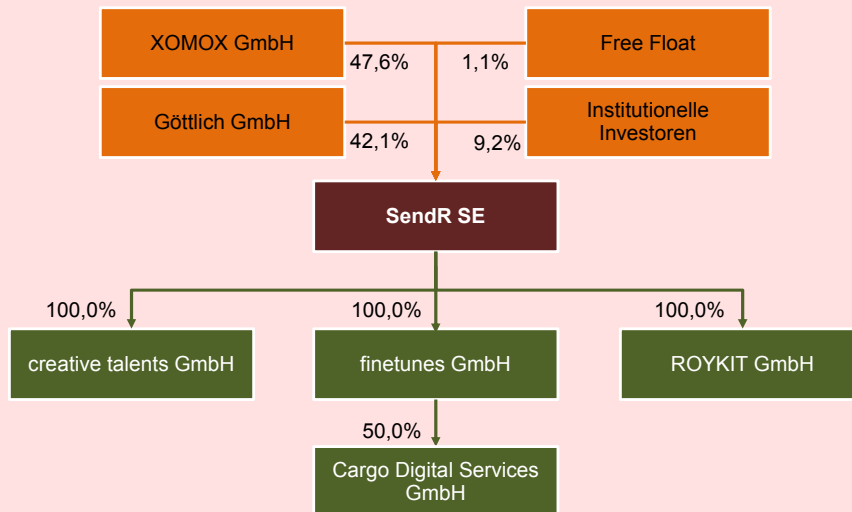
Zur Komplettierung des Angebots bietet SendR neben dem Online-Vertrieb auch die physische Auslieferung („physical Fulfilment“) an. Der Brand „finetunes Physical Music Solutions“ positioniert die CDs bei ausgewählten Einzelhändlern – auch in wichtigen Auslandsmärkten wie Frankreich, Skandinavien, Großbritannien und den USA. Das Geschäftsmodell basiert auf Manufacturing-On-Demand-CD-Lösungen, über die Online- und Versand-Aufträge schnell und kostengünstig ausgeführt werden.

Konzernstruktur

Auf Ebene der SendR SE werden lediglich die Holdingaktivitäten der SendR-Gruppe abgebildet. Darunter fallen insbesondere die Rechtsberatung, das Konzern-Controlling sowie die Unternehmensfinanzierung.

Unterhalb der Holding arbeiten drei operative Tochtergesellschaften. Im Zentrum steht die finetunes GmbH, die von der creative talents GmbH, einem kleinen Musik-Label mit derzeit etwa 25 Bands, und der ROYKIT GmbH, einem Auswertungshaus für Urheberrechte, flankiert wird.

ABBILDUNG 6: SENDR UND OPERATIVE TOCHTERGESELLSCHAFTEN



Seit Januar 2015 ist die Aktie der SendR SE am Marché Libre der Pariser Wertpapierbörse notiert. Das Grundkapital der Gesellschaft besteht aktuell aus EUR 1,2 Mio., aufgeteilt in 1,2 Mio. Stück Aktien. Die beiden Managing Directors, Henning Thieß und Oke Göttlich, kontrollieren gemeinsam 89,7% der Stimmrechte.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Im Zentrum der zukünftigen Unternehmensstrategie steht der Einkauf größerer Rechtepakete durch finetunes, wodurch erhebliche Skaleneffekte realisiert werden sollen. Regional soll nach den Plänen des Unternehmens insbesondere der US-amerikanische Musikmarkt an Bedeutung gewinnen, auf dem SendR sich bislang nur unzureichend vertreten sieht.

Einkauf größerer Rechtepakete

Mittelfristig plant SendR den Einkauf größerer Rechtepakete. Damit sollen erhebliche Synergieeffekte realisiert werden können. Zur zeitnahen Umsetzung wird laut Managementangaben auch eine Kapitalerhöhung oder ein Listing an einer deutschen Börse erörtert.

Angabegemäß hat das Management bereits eine Long List potenzieller Akquise-Kandidaten erarbeitet, die für eine erste Ansprache in Frage kommen. Darunter befinden sich sowohl Indie-Labels, die den Online-Vertrieb bislang selbst durchführen, als auch Labels, die diesen bislang an Wettbewerber von SendR outsourct haben.

Unternehmensgeschichte

Die operative Tochtergesellschaft finetunes wurde 2003 von Henning Thieß und Oke Göttlich als Client/Server-basierte DRM-Lösung gegründet. Nach einiger Zeit wurde das Geschäftsmodell hin zu einem Clearing-House für andere Online-Vertriebsplattformen ausgebaut. Heute hat das von Anfang an profitable Unternehmen einen Katalog von mehr als 120.000 Künstlern und mehr als 0,6 Mio. Musikstücken, die in der Zwischenzeit über 1 Mrd. heruntergeladen wurden.

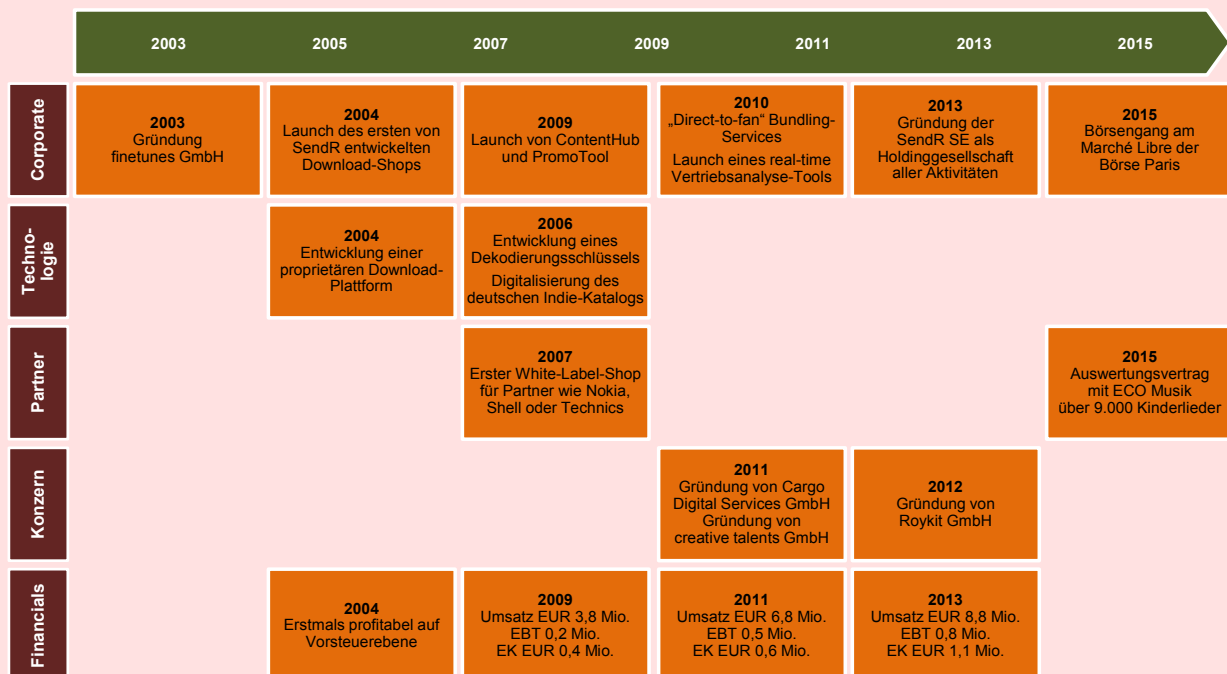
Mehr als zehn Jahre Unternehmensgeschichte

Seit über zehn Jahren ist die Hamburger SendR über ihre operativen Tochtergesellschaften, insbesondere finetunes, in der Vermarktung und Verwertung der Lizenzrechte von Independent Musiklabels führend tätig. Gründungsidee war die Entwicklung einer Online-Vertriebsplattform für nicht-physikalische Medien sowie eines B2C-E-Commerce-Vertriebskanals. Diesem Anspruch hat finetunes als erster unabhängiger und legaler Onlinestore für den Download von Musik in Deutschland auch entsprochen. In den nachfolgenden Jahren hat der Vertriebsaspekt sukzessive an Bedeutung gewonnen – so verlangten die Lizenzgeber von finetunes eine Verbreitung der POS-Aktivitäten –, so dass das Geschäftsmodell bereits 2005 zu einem unabhängigen Clearing-Haus für die Lizenznehmer angepasst wurde. 2009 entwickelte finetunes eine Verschlüsselungstechnologie, mit deren Hilfe der größte Teil des seinerzeit vorhandenen Rechtskatalogs von Indie-Labels (damals etwa 500.000 Titel) digitalisiert werden konnte.

2005 gab es außer finetunes keinen anderen Anbieter von DSP-Lösungen in Deutschland. In dieser Zeit wurde finetunes zum technologischen Backbone aller Anbieter. Sogar Wettbewerber haben die Technologie von finetunes inzwischen lizenziert.

Eine zweite Fortentwicklung des Geschäftsmodells betraf die Medieninhalte: Während sich das Unternehmen zu Beginn auf die Verwertung von Musikrechten konzentrierte, wurde das Tätigkeitsfeld im Laufe der Zeit auf die Vermarktung und den Vertrieb auch von Videos, Filmen, Hörbüchern, E-Books und Apps ausgeweitet. Unabhängige Büros in New York, London, Paris und Tokio ermöglichen eine globale Rechteverwertung.

ABBILDUNG 7: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

SendR SE ist ein gründergeführtes Unternehmen. Das monistische Board der Gesellschaft besteht aus fünf Mitgliedern, von denen zwei – die beiden Unternehmensgründer – Exekutivfunktionen ausüben.

Erfahrenes Management

Der Mitarbeiterpool von finetunes umfasst die unterschiedlichsten Anforderungsprofile, vom Label-Management über Programmierung bis hin zu Marketing- und Promotionsagenten. Geleitet wird das Unternehmen von zwei Exekutiv-Vorständen, die das Unternehmen im Jahr 2003 gegründet haben:

- ⑤ **Henning Thieß** ist Executive Director und verantwortlich für die operativen Prozesse, das Fulfilment, das Technologie-Management, für Legal, Controlling, Finanzen und das Back-Office. Die Ende 2000 von ihm gegründete Gudberg Unprinted Media GmbH & Co. KG entwickelte ein P2P-Gopher, das in der Lage war, Verletzungen von Verwertungsrechten in P2P-Netzwerken zu entdecken. Basierend auf diesen Erfahrungen wurde 2004 mit finetunes eine Plattform etabliert, die den legalen Medienkonsum ermöglichen sollte.
- ⑤ **Oke Göttlich** ist Executive Director und verantwortlich für PR/Marketing und Vertrieb, für Business Development und das Label-Management. Daneben ist Oke Göttlich Vorsitzender des Vorstands des VUT Verband unabhängiger Tonträgerunternehmen, Musikverlage und Musikproduzenten zur Förderung kleiner und mittelständischer Unternehmen der gesamten Musikbranche, insbesondere der Tonträgerunternehmen, Musikverlage und Musikproduzenten.

Non-Executive Management

Neben dem Executive Management setzt sich der Board of Directors aus drei Non-Executive Managern zusammen:

- ⑤ **Alexander P. Sator** ist Chairman des Board of Directors. In seinem Lebenslauf findet sich eine Reihe von Aktivitäten in der IT-Industrie, darunter die Gründung eines der ersten Softwareunternehmen Deutschlands. Derzeit ist Alexander P. Sator Managing Director von Sapfi Kapital Management, einer Hamburger Beteiligungsgesellschaft.
- ⑤ **Jan Müller-Wiefel** ist einer der kreativen Gründer von finetunes und Managing Director der Gudberg Unprinted Media GmbH & Co. KG, die er zusammen mit Henning Thieß Ende 2000 gegründet hat.
- ⑤ **Helmuth Thieß** ist als Anwalt spezialisiert auf Insolvenz-, Arbeits- und Gesellschaftsrecht.

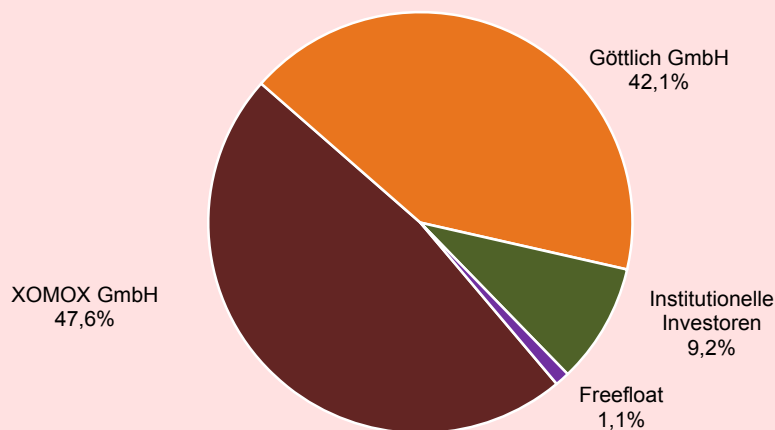
Aktionärsstruktur

Seit einer Sachkapitalerhöhung im Jahr 2013, in der die operativen Tochtergesellschaften in die SendR SE eingebracht wurden, umfasst das Grundkapital der Gesellschaft 1,2 Mio. Stück Aktien. Die beiden Firmengründer und Vorstände kontrollieren derzeit rund 89,7% des Kapitals.

Die beiden Unternehmensgründer sind als Großaktionäre beteiligt

Die beiden größten Einzelaktionäre der SendR SE sind mit 47,6% bzw. 42,1% die Beteiligungsgesellschaften XOMOX GmbH und Göttlich GmbH der beiden Unternehmensgründer Henning Thieß und Oke Göttlich. Darüber hinaus ist ein institutioneller Investor mit 9,2% an SendR beteiligt. Für die Zeit nach dem Börsengang wurde keine Lock-Up-Periode vereinbart, allerdings sind die Aktien der Altgesellschafter über einen Konsortialvertrag gebunden, bei dem alle Mitglieder über Vorkaufsrechte der anderen Aktienpakete verfügen.

ABBILDUNG 8: AKTIONÄRSSTRUKTUR (STAND APRIL 2014)



Die beiden größten Einzelaktionäre der Gesellschaft sind mit 47,6% bzw. 42,1% die XOMOX GmbH und die Göttlich GmbH, die beiden Beteiligungsgesellschaften der beiden Unternehmensgründer.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Transparenzbereitschaft des Managements

Im zweiten Halbjahr 2015 ist ein Uplisting der Aktien der SendR SE an die Alternext Paris und damit verbunden ein Zweitlisting der Aktien am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse vorgesehen. Mit der Notierungsaufnahme in Deutschland ist auch die Veröffentlichung von Halbjahresberichten in deutscher Sprache verbunden. Die Konzernrechnungslegung soll weiterhin nach HGB erfolgen. Die Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen zum ersten und dritten Quartal ist zum jetzigen Zeitpunkt nicht vorgesehen.

Wir rechnen vorerst nicht mit einer Dividendenausschüttung

SendR sieht sich als Wachstumsunternehmen. Daher ist nicht zu erwarten, dass in den ersten beiden Jahren nach dem Börsengang Dividenden ausgeschüttet werden. Innerhalb unseres Prognosehorizonts haben wir keine Gewinnausschüttung modelliert.

Bis mindestens 2017e rechnen wir mit nicht mit einer Dividendenausschüttung.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen folgende unternehmensbezogene **Stärken** von SendR:

Stärken

- ⑤ **Fokus auf die profitablen Teile der medialen Wertschöpfungskette:** SendR ist auf die nachgelagerten Bereiche der medialen Wertschöpfungskette fokussiert. Auf eine breit angelegte und damit teure Entdeckung und Entwicklung von Talenten wird bewusst verzichtet. Verglichen mit der aufwändigen Förderung kreativer Talente und der eigentlichen Musikproduktion eines klassischen Musik-Labels ist das Geschäftsmodell damit weniger kapitalintensiv und risikoreich. Zudem entfällt die Notwendigkeit, in die Produktion physischer Inhalte zu investieren und diese bei den Einzelhändlern ausichtsreich zu positionieren.
- ⑤ **Pionier mit exzellenter Reputation in der Branche:** SendR ist eines der führenden Clearing-Häuser der Welt und das Management zählt zu den Pionieren der digitalen Verwertung medialer Inhalte, das über langjähriges Know-how und Kontakte in die Musikindustrie verfügt. So ist Firmengründer Oke Göttlich langjähriger Vorstandsvorsitzender des Verbands unabhängiger Musikunternehmen e. V. (VUT). Die gute Reputation, die sich SendR in den letzten Jahren am Markt für Independent Music aufbauen konnte, und zahlreiche Kooperationsverträge, die mit zum Teil weltweit bekannten Markennamen abgeschlossen wurden, stellen für potenzielle Wettbewerber nach unserer Einschätzung eine erhebliche Markteintrittsbarriere dar.
- ⑤ **Profiteur des anhaltenden Digitalisierungs-Booms.** Als Pure Play wird das Unternehmen nach unserer Einschätzung von dem anhaltenden Digitalisierungs- und Download-Boom profitieren und weiterhin Marktanteile vom physischen Handel (v. a. von CDs) abziehen. Darüber hinaus erwarten wir, dass SendR auch in angrenzenden Geschäftsbereichen wie dem Video- oder E-Books-Download reüssieren wird. Die Gründe, den Online-Vertrieb Unternehmen wie SendR zu übertragen, sind vielfältig und wohl begründet: Zum einen können die Label durch das Ausschalten einer Handelsebene höhere Margen generieren als beim physischen Verkauf von Musik, zum anderen erhalten sie detaillierte Informationen über ihre Kunden, können die Time-to-Market signifikant reduzieren und die Musikkonsumenten weltweit und mit einer zentralen Marketingbotschaft ansprechen.
- ⑤ **Markteintrittsbarrieren durch Technologie:** Sowohl auf der Zuliefererseite, wo die Kundenbeziehungen tendenziell langfristig ausgelegt sind, als auch durch die verwendete Technologie bestehen hohe Markteintrittsbarrieren. Das Management von SendR schätzt, dass etwa 194 Mannjahre in die Entwicklung der IT-Plattform investiert wurden. Die eigentlichen Markteintrittsbarrieren definieren sich nach Ansicht des Managements aber in den langfristig gewachsenen Kundenbeziehungen. Ungeachtet dessen steht das Unternehmen vor der dauernden Aufgabe, sich in einem sich rasch entwickelnden Marktumfeld fortlaufend von potenziellen und tatsächlichen Wettbewerbern durch die Antizipation neuer Trends und Tendenzen abzuheben und neue Dienstleistungen und Produkte zu entwickeln, die diese zukünftigen Bedürfnisse befriedigen.
- ⑤ **Liquiditätsschonende Kundenakquisition:** Durch das Outsourcing des Musik-Downloads vermeidet das Label hohe Upfront-Kosten, profitiert vom Know-how und den weitreichenden Beziehungen eines Spezialanbieters wie SendR, insbesondere im Bereich Fulfillment und Billing, und kann auf zahllose Download-Plattformen mit individuellen Preisen, Währungen und Zahlungsmethoden zurückgreifen. Überdies erhält der Rechteinhaber nach Vertragsabschluss von SendR einen Liquiditätsvorteil in Form einer Vorschusszahlung und profitiert von den weitreichenden Beziehungen des Clearing-Hauses, insbesondere zu den kleineren Download-Plattformen.
- ⑤ **Langfristige Kundenbindung:** Als Technologieführer ist SendR in der Lage, den Rechteinhabern zahlreiche Zusatzdienstleistungen anzubieten, die diese selbst nicht bereitstellen könnten. In Verbindung mit der mittelständisch geprägten Größe und Struktur und einer großen Flexibilität gegenüber den Bedürfnissen der Künstler und Independent Labels, insbesondere im Vergleich zu den Major-Labels bzw. deren Sub-Labels, hat dies eine

hohe Kundenbindung zur Folge. Der Verlust eines Labels ist nach Angaben des Managements ein Ausnahmefall, was eine gute Planbarkeit des Geschäftsmodells ermöglicht.

- ⑤ **Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells:** Die Technologie ist hochgradig skalierbar. Damit kann SendR seinen Kunden schnell zusätzliche Kapazitäten anbieten, sollten zusätzliche Ressourcen oder Dienstleistungen verlangt werden.
- ⑤ **Rasche und friktionslose Abwicklung:** Nach der erfolgreichen Akquisition eines Katalogs sieht das Unternehmen eine weitere Stärke in der raschen Abwicklung des Mandats. Die Erfüllung – also die Aufschaltung der Inhalte – kann bei einem professionell geführten Rechtlieferanten bereits am Tag nach der Vertragsunterzeichnung erfolgen.
- ⑤ **Software-Architektur ohne Systembruch:** SendR hat bis dato von Übernahmen abgesehen. Da diese in der IT- und Medienindustrie meist wenig wertschöpfend sind, konnte das Unternehmen problematische Eingliederungen der zugekauften Unternehmen in die eigene Architektur vermeiden und kann – im Gegensatz zu den manchen Wettbewerbern – eine Lösung aus „einem Guss“ anbieten.
- ⑤ **Kein Forderungsausfall:** Das Kundenportefeuille von SendR zeichnet sich nach Einschätzung des Managements durch eine hohe Bonität aus. Ein Forderungsausfall hat aufgrund der angebotenen Bezahloptionen und der tendenziell hohen Bonität der Betreiber von Auswertungsplattformen nicht stattgefunden.
- ⑤ **Geschäftsmodell verspricht hohe Profitabilität:** Durch das schlanke Geschäftsmodell ist SendR seit der Gründung und mit steigender Tendenz profitabel. Zehn Jahre nach der Unternehmensgründung weist SendR per Ende 2014e nach unserer Schätzung eine Nettofinanzposition von EUR 0,6 Mio. auf. Sollten am Markt größere Rechtepakete angeboten werden, kann SendR insbesondere nach einem erfolgreichen Abschluss einer Kapitalerhöhung auf größere finanzielle Ressourcen zurückgreifen als andere, kleinere Wettbewerber.
- ⑤ **Alternative Wege der Kapitalbeschaffung:** Eine ausreichende Kapitalausstattung wird nach u. E. auch zukünftig der Schlüssel zur weiteren Verbesserung des Marktauftritts sein. Vor diesem Hintergrund könnte ein guter Kapitalmarktzugang erhebliche Wettbewerbsvorteile sichern. Durch den Börsengang und der dadurch erreichten Präsenz am Kapitalmarkt stehen dem Unternehmen zukünftig alternative Wege der Eigenkapitalbeschaffung (Wandelanleihen, Genussscheine, Sach- wie Barkapitalerhöhungen) offen, die eine ideale Ergänzung des Börsengangs darstellen.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** des Unternehmens:

Schwächen

- ⑤ **Erhebliche Abhängigkeiten von Kunden:** Auf Konzernebene wurden im vergangenen Geschäftsjahr über 70% der Erlöse mit den drei wichtigsten Tier 1-Kunden – iTunes, Spotify und Amazon – erwirtschaftet. Als globale und integrierte Medienkonzerne verfügen diese über eine erheblich größere Finanzkraft als SendR. Auch ist die Ertragsentwicklung von SendR davon abhängig, dass es diesen Unternehmen gelingt, sich weiterhin in diesem oligopolistischen Markt durchzusetzen. Auf der anderen Seite bestehen keine regionale Abhängigkeiten, und auch der Einfluss von regulatorischen und gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen in den jeweiligen Absatzmärkten ist nach unserer Einschätzung gering.
- ⑤ **Klumpenrisiken beim Erwerb von Rechtepaketen:** Zentrales Element der zukünftigen Unternehmensstrategie ist der Erwerb größerer Lizenzrechtepakete, was Klumpenrisiken zur Folge haben könnte. Nachdem in der Vergangenheit die über Vorschüsse eingekauften Rechtepakete häufig bereits mit der ersten Abrechnung recoupt worden waren, sieht das Management allerdings kaum Risiken im Erwerb dieser Rechtepakete.
- ⑤ **Risiken bei der Prognose der Finanzkennzahlen:** Aufgrund des starken expansiven Unternehmenswachstums der vergangenen Jahre bestehen Risiken bezüglich der Erstellung eines Prognosemodells. Abweichungen nach

oben und unten können erhebliche Ausmaße einnehmen. Allerdings hat SendR in den vergangenen Jahren aus unserer Sicht demonstriert, dass das Geschäftsmodell zukünftig steigende Ertragspotenziale verspricht.

- ⊖ **Als Nebenwert nicht im Fokus institutioneller Fondsmanager:** Die Marktkapitalisierung von derzeit EUR 25,2 Mio. könnte für ein Engagement seitens institutioneller Investoren als zu gering eingeschätzt werden. Mit einem Free Float von derzeit etwa 1,1% muss auch die geringe Liquidität der Aktie beachtet werden.
- ⊖ **Abhängigkeit vom Top-Management:** Das Management von SendR ist zwar sehr erfahren, jedoch wurde bislang keine zweite Managementebene aufgebaut. Damit bestehen Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen und aus unserer Sicht ein erhebliches Key Man Risk. Insbesondere die strategischen Geschäftsbeziehungen zu den Labels und den Auswertungsplattformen basieren häufig auf persönlichen Kontakten der beiden Geschäftsführer.
- ⊖ **Kein Patentschutz:** Für die von SendR entwickelten Download-Plattformen wurde kein Patentschutz angestrebt. Damit besteht die grundsätzliche Gefahr einer generischen Substitution.
- ⊖ **Die Gesellschaft ist Wechselkursrisiken ausgesetzt.** Etwa 30% der Umsätze werden nicht in Euro abgewickelt, sondern vornehmlich im US-Dollar-Raum, zum geringeren Teil auch in Yen. Ein Hedging wird derzeit nicht praktiziert und auch zukünftig nicht angestrebt, da Wechselkursrisiken nach Aussagen des Managements nur für wenige Wochen bestehen. Da die betrieblichen Kosten ausschließlich in Euro anfallen, Umsätze aber auch in US-Dollar erzielt werden, könnte SendR darüber hinaus mittelfristig von einem Anhalten der Euro-Schwäche profitieren. Translationsgewinne fallen in Ermangelung ausländischer Tochtergesellschaften nicht an.
- ⊖ **Potenzieller Stock-Overhang:** Aus der Aktionärsstruktur, die sich in den vergangenen Jahren nicht wesentlich geändert hat, könnte ein möglicher Stock Overhang abgeleitet werden. Da SendR nach unserer Einschätzung in den kommenden Jahren Umsätze und Erträge weiter deutlich steigern wird, wäre ein heutiger Verkauf der Aktienpakete nach unserer Einschätzung der denkbar schlechteste Zeitpunkt. Zudem gehen wir davon aus, dass ein möglicher Verkauf nicht über die Börse abgewickelt werden würde, so dass eine Kursbelastung unterbleiben würde.

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

Chancen

- ⊕ **Markteintrittsbarrieren durch geforderte Querschnittskompetenz:** Auf dem globalen Markt für Musik-Download und -Streaming sind bislang nur wenige Anbieter in einer führenden Marktstellung tätig. Ursächlich für die relativ niedrige Anzahl von Mitbewerbern sind hohe Markteintrittsbarrieren vor dem Hintergrund der geforderten Querschnittskompetenz aus IT, Internet, Logistik, Vertrieb, Marketing, Hosting, Kundenservice und Musik-Know-how.
- ⊕ **Downloads mit steigender Bedeutung:** Die von SendR angebotenen Dienstleistungen betreffen Märkte, die weniger zyklisch als sonstige Medienmärkte und zugleich echte Wachstumsmärkte sind. Markttreiber sind die weitere Abkehr von physischer Musik und der Trend zum Download oder Streaming von Musik. Der Markt für Musik-Downloads dürfte damit auch in den kommenden Jahren überdurchschnittliche jährliche Wachstumsraten aufweisen.
- ⊕ **Anhaltende M&A-Aktivitäten im Musikmarkt:** Weltweit ist der Musikmarkt von anhaltenden M&A-Aktivitäten insbesondere unter den Musik-Labels geprägt. Davon könnte auch die Ebene von Clearing-Häusern miteinbezogen werden. Als unverschuldeter und technologisch führender Small Cap ist das Unternehmen ein grundsätzliches Übernahmeziel, zum Beispiel für die Major-Labels.

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

Risiken

- ⊖ **Zeitliche Befristung der Auswertungsverträge:** Die Verträge mit den Kunden von SendR sind zeitlich befristet, in der Regel auf ein oder zwei

Jahre. Bei Zufriedenheit des Kunden werden die Verträge in der Regel verlängert, zumal die Wechselkosten und -risiken erheblich sein können. Eine Garantie besteht allerdings nicht. Insbesondere besteht bei einer besonders erfolgreichen Musikvermarktung durch SendR das Risiko, dass Labels ihre Download-Aktivitäten insourcen und den Vertrag mit SendR kündigen. Dies könnte, wie in Teilen im Jahr 2013 zu beobachten gewesen, negative Auswirkungen auf die Umsatz- und Ertragslage von SendR haben.

- ⑤ **Umgehung traditioneller Download-Plattformen:** Pay as you wish-Downloadkonzepte wie beispielsweise von Radiohead für ihre CD „In Rainbows“ erschienen 2007, die ihre neue CD als exklusiven Download von der eigenen Homepage ermöglichten und dem Konsumenten eine Bezahlung freistellten, können eine Bedrohung für den klassischen Download über iTunes oder vergleichbare Internetplattformen darstellen; sie dürften allerdings vorerst nur einer limitierten Anzahl von Bands vorbehalten sein.
- ⑤ **Konkurrenz durch YouTube:** Seit einiger Zeit setzt die Google-Tochter YouTube kleinere Videoportale wie Dailymotion oder Clipfish mit einem Vertrag für eine neue Musik-Streaming-Plattform unter Druck. Wer nicht unterschreibt, dem droht eine Sperrung seiner Inhalte. Hintergrund für dieses Verhalten sind offensichtlich Pläne von YouTube, einen eigenen, mit Spotify vergleichbaren Musikstreaming-Dienst aufzubauen; Gerüchten zufolge hat YouTube bereits Verträge mit einem Großteil der relevanten Labels abgeschlossen. Allerdings verweigern sich einige Indie-Label den als dürftig empfundenen Konditionen, da das Honorar deutlich unter dem von anderen Streaming-Diensten liegen soll.
- ⑤ **Größennachteile:** Der Markt ist von einer sehr hohen Wettbewerbsintensität geprägt. In diesem Umfeld muss sich SendR als kleines Unternehmen gegenüber den weitaus größeren und mit erheblicher Finanzkraft ausgestatteten internationalen Medienkonzernen behaupten.

Strukturwandel in der Musikwelt

Die Musikindustrie entstand vor mehr als 100 Jahren, nachdem verschiedene Erfindungen die Aufnahme, Speicherung und Wiedergabe von Tönen ermöglicht haben. Seitdem entwickelten sich die Sound-Technologien von Mono über Stereo zu Dolby-Surround, die Speichermedien von Schellack über Vinyl und magnetische Audiokassetten zu CDs und die Wiedergabemedien von Edisons Wachswalze über große in-House-Stereosysteme zu tragbaren Audiogeräten im Kleinformat. An diesen kontinuierlichen Prozess des Wandels wussten sich die führenden Marktteilnehmer lange Zeit gut anzupassen und stets aufs Neue zu positionieren. Erst die tiefe und anhaltende Krise, durch die die Musikindustrie im vergangenen Jahrzehnt schreiten musste, brachte viele Musik-Labels – auch die größten der Welt – an ihre Grenzen und ließ sie zu transkontinentalen Medienkonglomeraten verschmelzen.

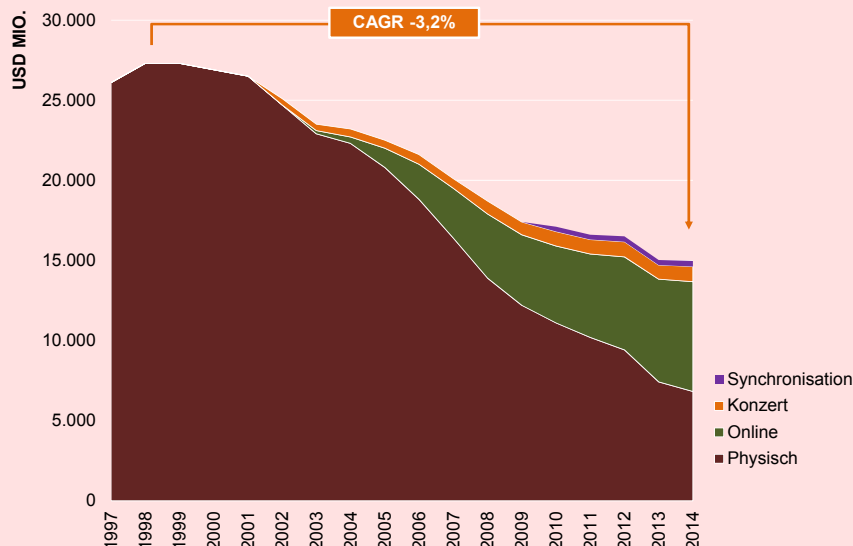
Weltweit hält die Krise der Musikindustrie an und die Musikumsätze zeigen nach wie vor keine Erholungstendenzen. Im vergangenen Jahr waren die gesamten Musikerlöse (ohne Konzerte) einmal mehr rückläufig, und zwar um -3,9% auf USD 15,0 Mrd. Zum Vergleich: Noch im Jahr 1998 beliefen sich die Umsätze der globalen Musikindustrie auf USD 28,6 Mrd. Damit ist innerhalb von 15 Jahren knapp die Hälfte des Weltmarktes weggebrochen. Dieser Rückgang ist vor allem auf den Einbruch des traditionellen Kerngeschäfts des physischen Musikvertriebs zurückzuführen, der durch gestiegene Online-Umsätze nicht kompensiert werden konnte.

Global weiterhin rückläufige Gesamtmarktumsätze

Zwar war der Weltmusikmarkt im vergangenen Jahr das inzwischen zwölfte mal in Folge von rückläufigen Umsätzen gekennzeichnet. Inklusive Synchronisation lag der Rückgang des Weltmarktes jedoch nur noch bei -0,4% - im Vergleich zu den Vorjahren, als der Weltmusikmarkt auch schon mal knapp zweistellig schrumpfte, ein durchaus zufriedenstellendes Ergebnis. Besonders hart getroffen hat es 2014 erneut die Verkäufe physischer Tonträger (CDs, MCs, Vinyl-LPs, Singles und Videos), deren Verluste mit -8,1% beziffert werden. Deutlich zulegen konnten dagegen die Umsätze mit Online-Verkäufen, die sich um 6,9% verbesserten und mit USD 6,9 Mrd. erstmals die physischen Tonträgererlöse (USD 6,8 Mrd.) übertrafen.

Insgesamt hat die physische Musikindustrie in den vergangenen 15 Jahren etwa die Hälfte ihres Wertes eingebüßt, während sich der Wert der Online-Umsätze in diesem Zeitraum nahezu verdreifacht hat.

ABBILDUNG 9: MUSIKUMSÄTZE WELTWEIT, 1997-2014



Zwischen 1998 und 2014 sind die globalen Musikumsätze um durchschnittlich -3,2% pro Jahr zurückgegangen. Insgesamt ergibt sich in diesem Zeitraum ein Rückgang um 47,6%.

QUELLE: BUNDESVERBAND MUSIKINDUSTRIE, GFK, SPHENE CAPITAL

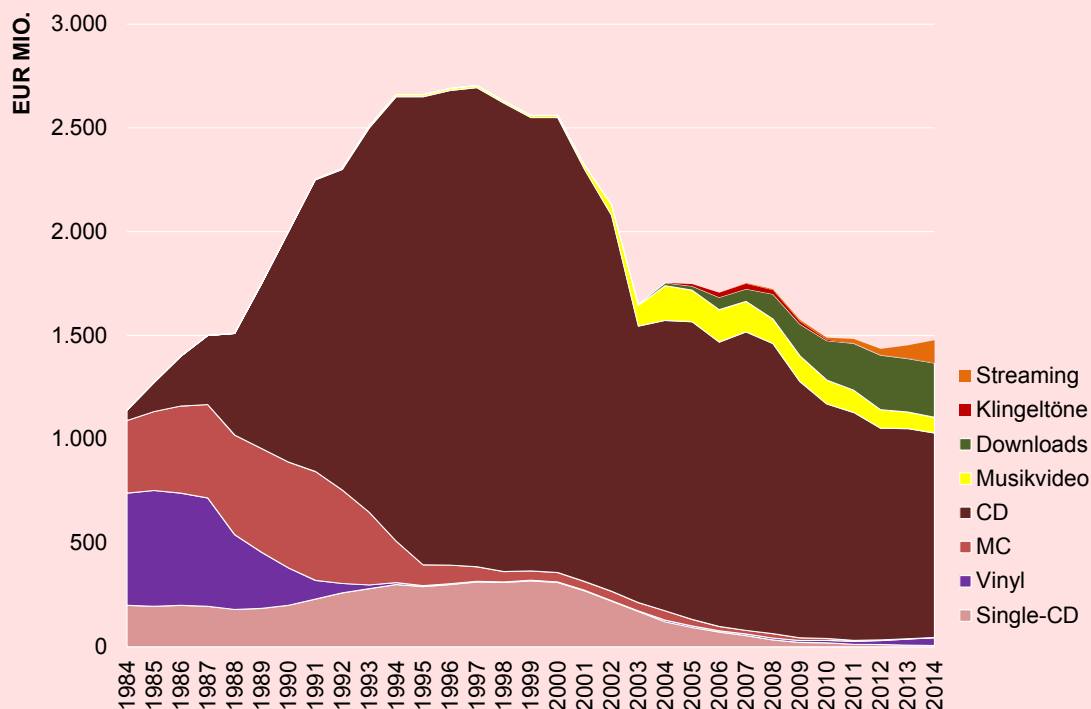
Auch in Deutschland scheint der Marktverfall gestoppt zu sein

Auch in Deutschland entwickelt sich die Lage zum Besseren. Zum zweiten Mal hintereinander konnte der deutsche Musikmarkt 2014 wieder ein Wachstum verzeichnen: Per Saldo stiegen die Umsätze auf dem deutschen Musikmarkt im vergangenen Jahr um 1,7% auf EUR 1.477,0 Mio. von EUR 1.452,0 Mio. im

Im vergangenen Jahr haben die weltweiten Online-Verkäufe erstmals die physischen Musikerlöse übertroffen. Davon ist der deutsche Markt noch weit entfernt.

Vorjahr an. Unverändert rückläufig waren die Erlöse aus dem Verkauf physischer Tonträger, die jahrzehntelang die ausschließliche Einnahmequelle für die Musikindustrie darstellten: Sie gingen im Jahresvergleich um -2,2% auf EUR 1.106,0 Mio. zurück (wobei Geschenk- und Deluxe-Packungen ebenso wie die klassische Vinyl-LP, die sich immer mehr als hochwertiges Nischenprodukt positioniert, an Popularität gewonnen haben). Allerdings konnte der Rückgang durch einen Anstieg der Online-Formate (Download von Bundles, Singles und Videos, mobilen Realtones und Ringbacktones sowie abonnement- bzw. werbefinanzierte Streaming-Dienste) mehr als kompensiert werden: Diese verbesserten sich auf dem drittgrößten Musikmarkt der Welt um 15,7% auf EUR 371,0 Mio. von EUR 321,0 Mio. in 2013; im Gegensatz zum Weltmarkt, auf dem Online-Verkäufe inzwischen sogar ein Übergewicht erreicht haben, wird in Deutschland lediglich ein Drittel der gesamten Musikumsätze online erwirtschaftet.

ABBILDUNG 10: MUSIKUMSÄTZE IN DEUTSCHLAND, 1984-2014



QUELLE: BUNDESVERBAND MUSIKINDUSTRIE, GFK, SPHENE CAPITAL

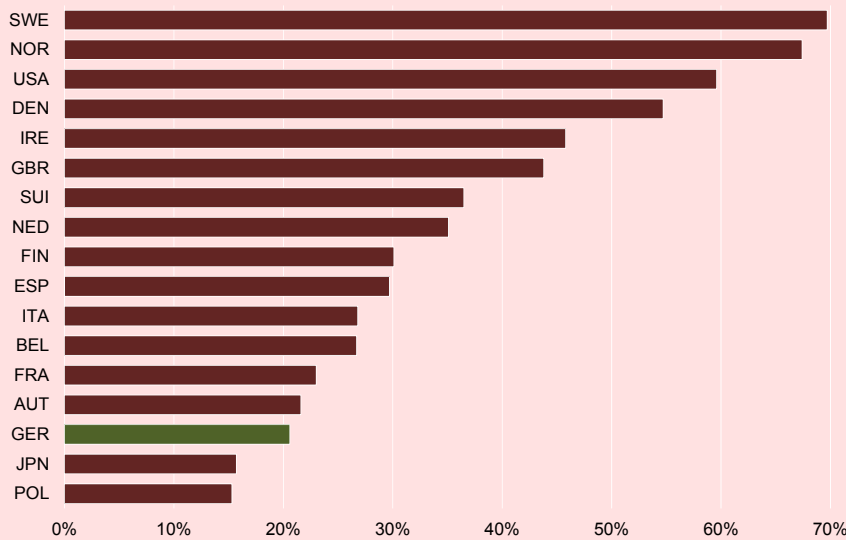
Online in Deutschland mit Nachholpotenzial

Unabhängig davon, ob Einzeltitel-Download oder Streaming: Online-Umsätze (die Musikindustrie nennt diese kurioserweise „digitale Musik“, eine Bezeichnung, die wir für verfehlt halten, denn schließlich sind auch CDs und DVDs im Gegensatz zur analogen LP oder dem VHS-Videoband digitale Formate) stellen bereits in zahlreichen Ländern die dominierende Erwerbsform für Musik dar. Bezogen auf den Weltmarkt waren Online-Umsätze im vergangenen Jahr mit USD 6,9 Mrd. (+10,5% YoY) bereits für 45,8% des Gesamtmarktes verantwortlich. Dagegen gibt es in Deutschland beim Onlineanteil noch Nachholpotenzial. Hierzulande erzielt der physische Musikverkauf noch immer den größten Anteil an den gesamten, mit Musik erzielten Erlösen. Mit EUR 1.106,0 Mio. entfielen im vergangenen Jahr rund 74,9% des Gesamtmarktmarktes auf physische Produkte, 25,1% wurden demgegenüber über den Online-Absatzkanal erwirtschaftet.

Hemmnisse für noch höhere Wachstumsraten des Online-Modells sind insbesondere der schleppende Ausbau schneller Breitbandlösungen, vor allem in den ländlichen Regionen, die häufig fehlende technische Anbindung des Internetanschlusses an die Stereoanlage, aber auch eine vergleichsweise geringe Akzeptanz der Kreditkartenbezahlung in Deutschland.

iTunes wurde 2003 mit 200.000 Liedern eröffnet. Fünf Jahre später bestand der Download-Katalog aus über 4 Mrd. Songs. Bis 2013 wurden mehr als 25 Mrd. Musikstücke verkauft.

ABBILDUNG 11: ONLINEANTEIL AM GESAMTMARKTUMSATZ, 2013



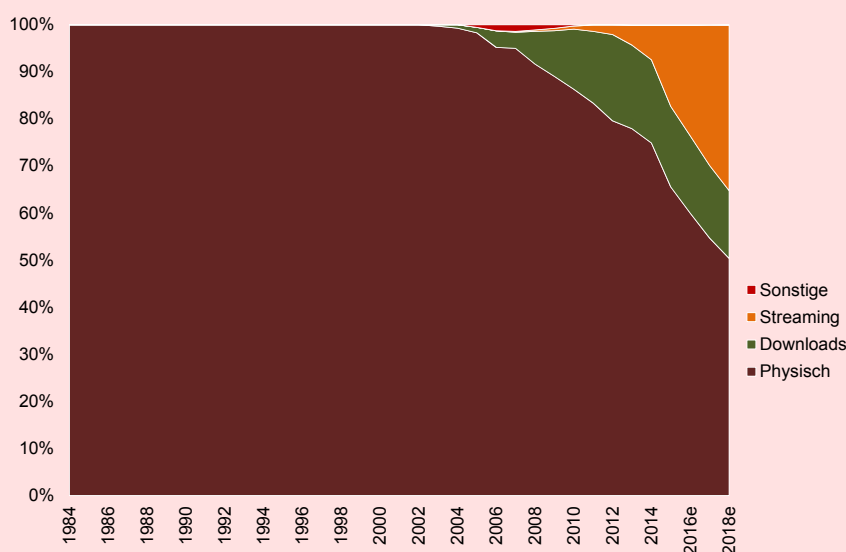
QUELLE: IFPI, BUNDESVERBAND MUSIKINDUSTRIE, SPHENE CAPITAL

Streaming-Dienste mit deutlich steigender Bedeutung

Als Reaktion auf die ungebremste Musik-Piraterie – in Spitzenjahren wurden geschätzte 40 Mrd. Lieder über illegale P2P-Plattformen heruntergeladen – hat die Musikindustrie im vergangenen Jahrzehnt ihr Geschäftsmodell vom „Besitz von Musik“ auf „Zugang zu Musik“ grundlegend geändert. Dies zeigt sich nicht zuletzt an einem steigenden Anteil von Abonnement- und Streaming-Erlösen („Content to rent“) an den gesamten Download-Umsätzen. Ähnlich einem Internet-Radio werden auch beim Musik-Streaming digital kodierte Dateien über das Internet übertragen; beim Streaming ergibt sich für den Konsumenten jedoch der Vorteil, dass die Verbindung bidirektional ist und ihm daher eine Interaktivität mit dem jeweiligen Inhalte-Lieferanten ermöglicht wird.

Durch den Beitritt einer Streaming-Plattform erhält der User Zugriff auf ein – je nach Anbieter – mehr oder weniger breites Repertoire an Musikstücken, die er hören, nicht jedoch permanent downloaden kann.

ABBILDUNG 12: UMSATZANTEILE AM MUSIKMARKT DEUTSCHLAND, 1984-2018E



Rückläufig entwickelte sich im vergangenen Markt die „Mutter des Digitalgeschäfts“, der Download: Während der Download von Alben mit einem Minus von 1,2% noch recht stabil blieb, brach der Download von Singles um 7,4% ein. Dennoch machen Downloads mit 66,6% noch immer zwei Drittel des Online-Marktes aus.

Ein deutlich zweistelliges Wachstum (+77,0% YoY) zeigten demgegenüber im vergangenen Jahr Streaming-Umsätze (EUR 68,0 Mio.).

QUELLE: GFK, BUNDESVERBAND MUSIKINDUSTRIE, SPHENE CAPITAL

Werbe- und abonentenbasierte Geschäftsmodelle

Daraus wurden Geschäftsmodelle entwickelt, die einem Nutzer mit Breitband-Internetanschluss über Flatrate-Modelle einen permanenten Zugang zum gesamten Musikkatalog des Dienstleisters in Echtzeit ermöglichen, ohne dass eine physikalische Speicherung der Musikdateien erforderlich ist. Häufig werden die Dienstleistungen nur innerhalb der eigenen Landesgrenzen angeboten, da mit den Rechteverwertungsgesellschaften jedes einzelnen Landes individuelle Streaming-Verträge ausgehandelt werden müssen.

Populäre Beispiele für Streaming-Dienste sind die französische Deezer (Launch 2007) oder die schwedische Spotify (Launch 2008). Beide Unternehmen bieten ihre Streaming-Dienste in zwei Ausprägungen an: Zum einen als werbefinanzierte Gratisversion, zum anderen als werbefreie Premiumvariante, für die ein monatlicher Kostenbeitrag von derzeit EUR 9,99 fällig wird. Aus diesen Abonnementbeiträgen und den zusätzlich erwirtschafteten Werbeerlösen werden die Künstler entlohnt, deren Tantieme je nach Region und Streaming-Dienst zwischen 0,5 und 3,5 Cent je Song-Streaming liegt. Dass diese Geschäftsmodelle nachgefragt werden, zeigen die Absatzzahlen: So wurden im vergangenen Jahr weltweit erstmals mehr als USD 1,0 Mrd. mit abonnement- und werbebasierten Streaming-Diensten erwirtschaftet.

Der Marktführer Spotify wird derzeit von mehr als 40 Mio. aktiven Usern (davon über 10 Mio. Premium-Abonnenten) in 56 Ländern genutzt.

Musikvideos mit unterschiedlicher Entwicklung national und international

Unverändert rückläufig entwickelten sich in Deutschland die Umsätze mit (legalen) Musikvideos, beispielsweise über YouTube oder Vevo. Deren Erlöse gingen um -10,1% auf EUR 80,0 Mio. zurück. International hingegen konnten die Musikvideoerlöse im vergangenen Jahr wieder ein Wachstum aufweisen (+17,6% YoY), was auf die breitere territoriale Abdeckung des Monetarisierungskonzeptes durch YouTube zurückzuführen ist.

Auch bei Musikvideos entwickelte sich der deutsche Markt anders als der weltweite.

Nach der Rundfunkära (1920-1950) und der Konsolidierung des Tonträgermarktes (1960-2000) befindet sich die Musikindustrie seit mehr als einem Jahrzehnt in ihrem dritten Paradigmenwechsel: der Digitalisierung. Durch Komprimierungsverfahren für digitale Audiosignale (mp3) ist es seit den 1990iger-Jahren möglich, das Internet als Distributionskanal zu nutzen.

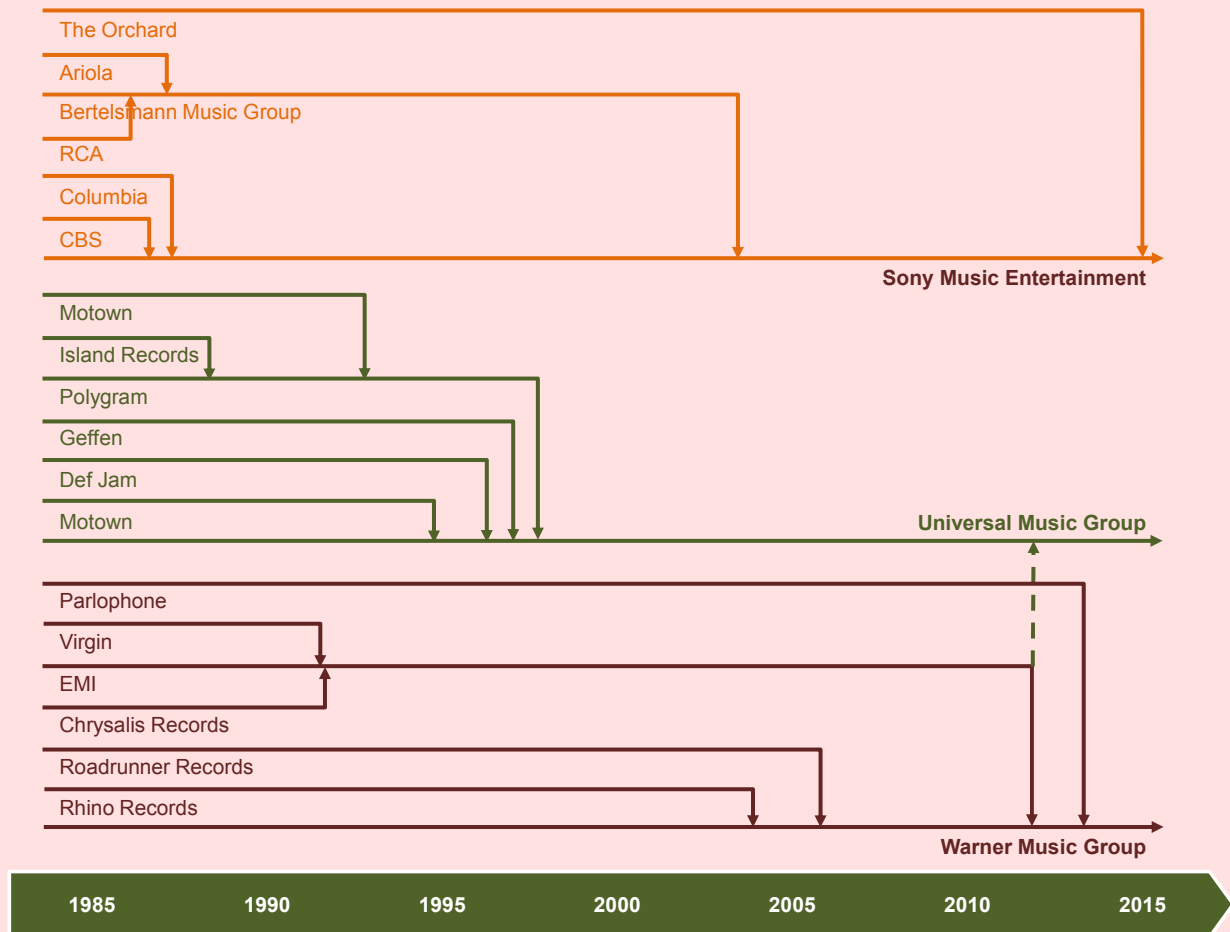
Musik ist damit nicht länger an einen Tonträger gebunden und kann erstmals beliebig und ohne Qualitätsverlust konsumiert werden. Musikdateien, deren Rechte eigentlich bei Musikverlagen und -Labels lagen, verbreiteten sich ungehindert im Internet. Dies hatte massive Auswirkungen auf die Wertschöpfung der Musikindustrie und eröffnete neuen Marktteilnehmern innovative Geschäftsmodelle.

Da waren's nur noch drei: Die Konsolidierung eines Weltmarktes

Die Einführung der CD Anfang der 1980iger-Jahre als neues optisches Speichermedium und die damit ausgelöste Sonderkonjunktur führte zu einer Verdreifachung der Umsätze in der Musikindustrie innerhalb weniger Jahre und löste eine umfassende Akquisitions- und Fusionswelle aus – die durch den pirateriegetriebenen Restrukturierungsdruck noch verschärft wurde –, so dass letztlich nur noch drei globale Medienkonzerne übrig geblieben sind: Sony Music Entertainment, Universal Music Group und Warner Music Group, die sogenannten Major-Labels oder kurz Majors.

Diese repräsentieren heute einen Marktanteil von knapp 70%; für die verbleibenden 30% sind die zahlreichen, meist lokal bzw. in einer bestimmten Nische tätigen Independent-Labels, kurz Indie-Labels, verantwortlich.

ABBILDUNG 13: HORIZONTALE M&A-AKTIVITÄTEN IN DER MUSIKINDUSTRIE, 1985-2015



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

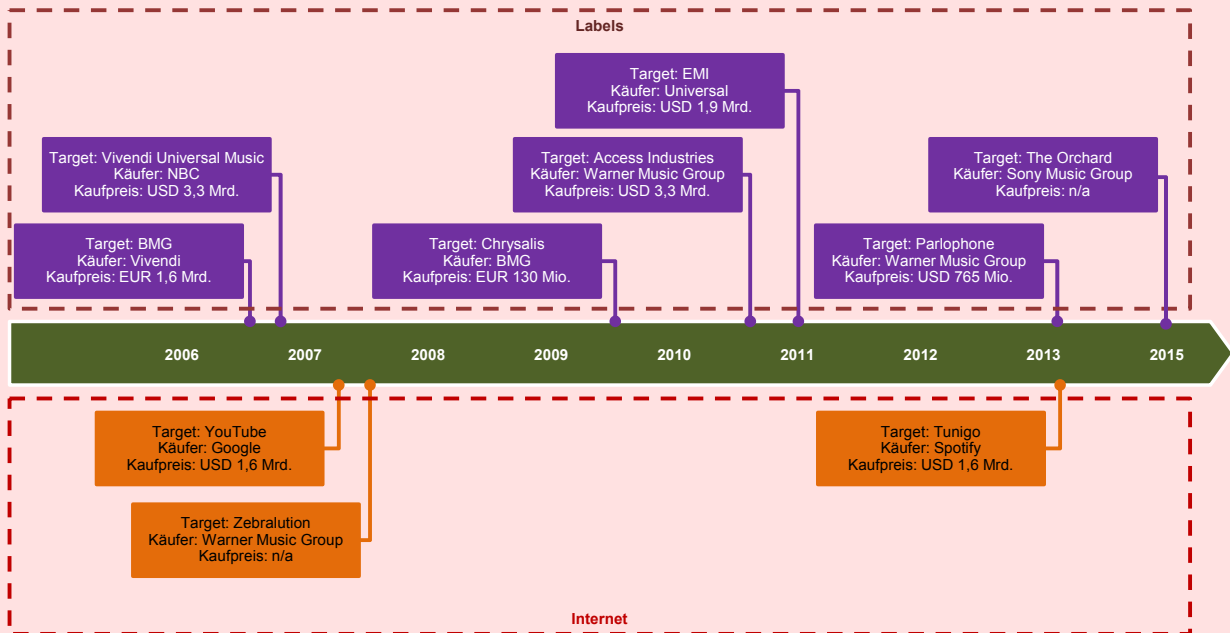
Der oligopolistische Markt von Major-Labels

Majors sind international agierende Tochtergesellschaften von multinationalen Medienkonglomeraten, die über die vergangenen Jahrzehnte zahlreiche kleinere Tonträgerfirmen aufgekauft haben. Daher ist heute jedes der drei Major-Labels mit verschiedenen kleineren Labels, sogenannten Sub-Labels, auf dem Markt präsent. Diese, meist ehemalige Independent-Labels, repräsentieren innerhalb der Majors bestimmte Musikstile, um den Majors zum einen die nötige Produktdifferenzierung und -erkennbarkeit zu ermöglichen, ihnen zum anderen die Flexibilität zu gewähren, neue künstlerische Trends – sollte sich deren ökonomischer Erfolg abzeichnen – möglichst langfristig in das Repertoire mitaufzunehmen.

Eine dauerhafte Bindung des Künstlers an das Label ist vor allem deshalb entscheidend, da Labels innerhalb der Wertschöpfungskette der Musikindustrie das größte Risiko tragen: Nur in einem von zehn Fällen gelingt es einer Plattenfirma, einem Künstler zum Durchbruch in seinem Heimatmarkt zu verhelfen. Daher schätzt der Branchenverband IFPI (International Federation of the Phonographic Industry), dass Aufwendungen in Höhe von bis zu USD 1,4 Mio. erforderlich sind, um einen bis dato unbekanntem Künstler zu internationalem Durchbruch zu verhelfen.

Die Bezeichnung Label wird in der Musikindustrie synonym mit Schallplattenfirma oder Tonträgerhersteller verwendet und bezeichnet die Marke, mit der eine Plattenfirma an den Markt geht.

ABBILDUNG 14: M&A-AKTIVITÄTEN IN DER MUSIKINDUSTRIE (AUSWAHL), 2006-15



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Majors mit Anspruch auf alle Stufen der Wertschöpfung

In einem von dramatischen Veränderungen gekennzeichneten Umfeld hatte sich die Rolle der Labels seit dem Aufkommen der professionellen Musikindustrie kaum verändert: Major-Labels waren mehr oder weniger vertikal integrierte Konglomerate, die die Wertschöpfungskette von der Beschaffung bis zum Absatz kontrollieren. Aufgrund ihrer überlegenen technischen und organisatorischen Kompetenz beraten sie als professionelle Partner den Künstler in kreativen Fragen wie die Musik- und Videoproduktion oder die Covergestaltung, zahlen Vorschüsse, konzipieren Marketing- und Promotionskampagnen und übernehmen den Vertrieb, also die flächendeckende Verfügbarkeit der Musik bei allen Händlern. Im Gegenzug für diese „360-Grad-Verträge“ – der beliebtesten Vertragsform eines Majors – müssen die Künstler alle Verwertungsrechte für einen möglichst langen Zeitraum an das Label abtreten, angefangen von den Verkäufen von Tonträgern und Videos über Merchandise-Artikel bis hin zu Live-Konzerten oder Lizenzierungen für TV-Shows.

Die Wertschöpfungskette in der Musikindustrie bis 2000

Die erste Stufe der klassischen Wertschöpfung reichte vom Künstler bzw. Komponisten eines Musikstücks bis zum Label. Dessen Aufgabe ist es, Künstler zu entdecken bzw. zu unterstützen, den Tonträger herzustellen, zu vervielfachen und anschließend zu vermarkten. Die zweite Stufe der Wertschöpfungskette besetzten traditionell Fachhändler, Warenhäuser und Elektroniksupermärkte. Beliefert wurden diese von Major-Labels durch eigene Vertriebsmitarbeiter, die über Kooperationsvereinbarungen meist auch von Indie-Labels genutzt wurden.

Die heutige Wertschöpfungskette

Die Konsolidierung der Musikindustrie wurde insbesondere dadurch vorangetrieben, dass nur die größten Musikunternehmen in der Lage waren, ein derart kapitalintensives Geschäft zu betreiben. Abgesehen von umfangreichen M&A-Aktivitäten hat sich die Musikindustrie zwischen 1877, dem Jahr, in dem Thomas Alfa Edison mit seinem patentierten Phonographen weltberühmt wurde, und dem Jahr 2000 nur wenig verändert.

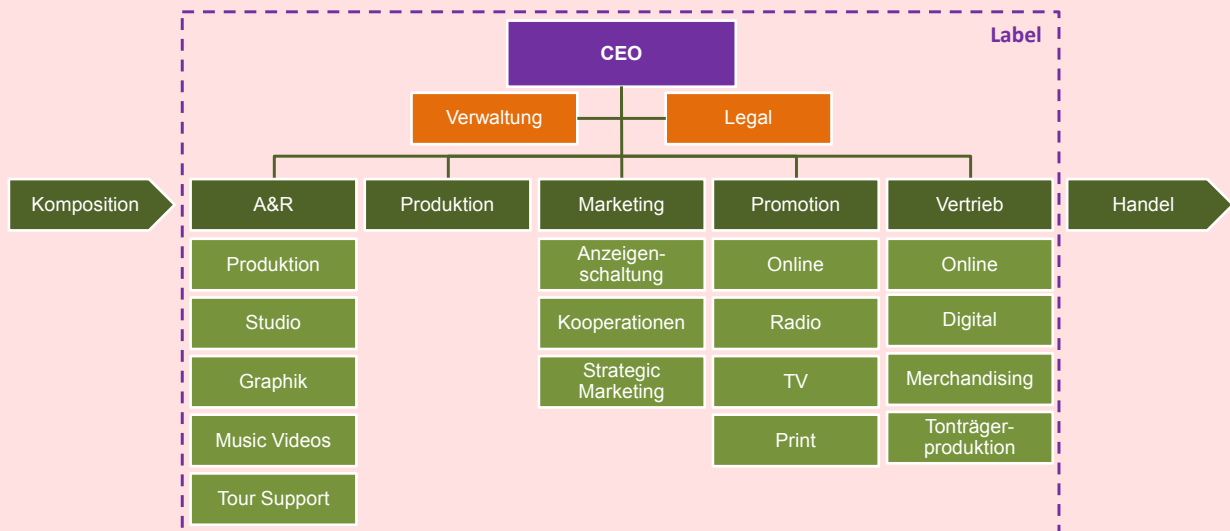
Aufgrund vielfältiger technologischer Umbrüche ist dieses lange Zeit funktionierende Zusammenspiel zwischen Technik, Strukturen, Institutionen und Geschäftsmodellen in der Musikindustrie aus den Fugen geraten: Zum einen sind die Produktionskosten für professionelle Musikaufnahmen durch die Digitalisierung und das Aufkommen neuer Technologien dramatisch zurückgegangen.

“In the none-too-distant future, techno-visionaries will not need record labels. Instead, they will market and sell recordings directly to fans over the Internet.”
The New York Times (2000)

In der Artist & Repertoire-Abteilung werden neue Talente entdeckt. Ihr Verantwortungsbereich reicht von der Besetzung der mit der Produktion beauftragten Personen bis hin zur Titelauswahl des fertigen Tonträgers. A&R stellt damit das Bindeglied zwischen dem Künstler und den restlichen Abteilungen des Labels dar. Im Marketing und der Promotion und auch im Vertrieb muss dagegen systematisch und hochgradig effizient gearbeitet werden.

Zum anderen ergeben sich durch die Digitalisierung neue und kostengünstigere Vertriebswege, da sich Hörer die Produkte unmittelbar nach deren Erwerb direkt auf den PC oder das verwendete Gadget ohne Qualitätsverlust herunterladen und konsumieren können. Aber auch die traditionellen Marketing- und Promotionsfunktionen lassen sich über das Internet darstellen, z. B. bei Net-Labels, die ihre Künstler ausschließlich online vermarkten, oder über Artist-Websites wie das gescheiterte Soziale Netzwerk MySpace. In diesem Fall ist die traditionelle Wertschöpfungskette bereits nach der ersten Stufe durchbrochen, da der Künstler die Kontrolle über die gesamte Wertschöpfungskette übernimmt.

ABBILDUNG 15: WERTSCHÖPFUNGSKETTE UND TYPISCHES ORGANIGRAMM EINES MUSIK-LABELS



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Verschiebung der Machtverhältnisse

Mit dem Aufkommen des Internets haben sich die Machtverhältnisse verlagert. Das Aufkommen neuer Aufnahmetechnologien, mit denen ungleich günstiger produziert werden kann, zieht eine erhebliche Verbreiterung des Musikangebots nach sich. Die Produktion von Musik ist nun nicht länger an ein klassisches (und teures) Aufnahmestudio gebunden, sondern kann dezentral im Heimstudio erfolgen. Von dieser Entwicklung sind grundsätzlich nicht nur Major-Labels bedroht, sondern auch Indie-Labels.

Darüber hinaus erfolgt der Verkauf der Musik nicht mehr nur über die von Majors kontrollierten Absatzkanäle – nämlich dem eng mit den Majors verbundenen stationären Einzelhandel – sondern in zunehmendem Maße auch über Online-Stores. Damit verbessern sich zum einen die Vermarktungsmöglichkeiten und der Marktzugang für die Independent Labels, zum anderen wird es gerade für unbekannte Künstler immer komplexer, sich prominent zu positionieren, so dass die Bedeutung von Independent Labels per Saldo sogar ansteigen könnte – zumindest falls sie sich auf ihre Kernkompetenzen – A&R, Marketing und Promotion – fokussieren.

Entstehung neuer Marktteilnehmer

Nachdem zunächst die Versuche der Bertelsmann-Tochter BMG, die P2P-Plattform Napster zu legalisieren und als eine kommerzielle Download-Plattform zu positionieren, am Widerstand der anderen Majors gescheitert waren, da diese eine Vormachtstellung von BMG befürchteten, gingen die sich bei Napster noch gegenseitig verklagenden Musikkonzerne kurze Zeit später diverse strategische Allianzen ein, um Preisstrukturen und einheitliche DRM-Systeme zu entwickeln. Jedoch scheiterten sowohl das Download-Angebot MusicNet, das Joint Venture von BMG, Warner, EMI und dem Technologieanbieter Real Networks, als auch das konkurrierende Angebot PressPlay, das von Sony und Universal getragen wurde, an der ausgeprägten Unfähigkeit der Beteiligten, konzernübergreifende Kooperationen einzugehen und ein nutzerattraktives Angebot aufzubauen: Denn obwohl die Majors sehr wohl bereit gewesen wären,

Die Majors, die die Musikindustrie über viele Jahrzehnte hinweg nahezu lückenlos kontrollieren und gestalten konnten, haben die potenzielle Sprengkraft der neuen Technologien zuerst unterschätzt, später bekämpft. Erst als der Restrukturierungsdruck unausweichlich war, haben sie begonnen, sich neu zu positionieren. Dennoch war bei den Majors ein beträchtlicher Kontroll- und Gestaltungsverlust unvermeidbar.

Alle Versuche der Labels, den digitalen Vertrieb selbst zu organisieren und zu kontrollieren, sind letztlich gescheitert.

ihren Backkatalog auch unabhängigen Dritten zur Verfügung zu stellen, lizenzierten sich die beiden großen Plattformen nicht gegenseitig. Dies hatte zur Konsequenz, dass beide Angebote große Lücken im Repertoire der jeweils anderen Plattform aufwiesen und mithin beide Plattformen für den Konsumenten unattraktiv waren; darüber hinaus war das Angebot mit proprietären DRM-Systemen verbunden, die für den Konsumenten mit erheblichen Nutzungseinschränkungen verbunden waren.

Auftritt iTunes

Den endgültigen Durchbruch im kommerziellen Vertrieb digitaler Musik schaffte schließlich ein branchenfremdes Unternehmen: Getrieben von dem Druck, dem kostenlosen Musikaustausch endlich ein legales Angebot gegenüberzustellen, eröffnete Apple 2003 seinen iTunes Music Store, in dem erstmals das nahezu vollständige Repertoire der (damals) fünf Majors sowie von über 1.000 Indie-Labels vereint war. Der Erfolg war im Prinzip eine Rückkehr zum ursprünglichen Vertriebsmodell – nur eben auf digitaler Basis. Denn nachdem der Versuch der Musikindustrie gescheitert war, den Zwischenhandel auszuschalten und digitale Musik direkt an den Endkunden zu verkaufen, wurde nun im Prinzip der klassische stationäre Einzelhandel um eine Download-Abteilung erweitert. Auf proprietäre DRM-Systeme, die die Konsumenten in ihren Verwertungsmöglichkeiten massiv eingeschränkt hätten, haben die Labels nach einer Brandrede von Steve Jobs vollständig verzichtet.

Nachdem es den Majors anfangs nicht gelungen war, sich durch ihre ablehnende Haltung in der digitalen Distribution zu positionieren, konnten sich in diesen, kaum von Markteintrittsbarrieren geschützten Nischen weitere innovative Intermediäre positionieren, die oftmals ursprünglich außerhalb der Musikindustrie angesiedelt waren.

ABBILDUNG 16: AUSWAHL EUROPÄISCHER CLEARING-HÄUSER

	SendR	Believe Digital	Kontor New Media	Zebralution	Fuga	The Orchard
Gründungsjahr	2003	2004	2003	2003	2006	1997
HQ	Deutschland	Deutschland	Deutschland	Deutschland	Niederlande	Großbritannien
Funding	Gründer	Gründer	Edel AG	Warner Bros.	Gründer	Venture Capital
Vertrieb	Musik Musikvideos Filme Hörbücher E-Books Apps	Musik	Musik Musikvideos TV-Serien Serien Spielfilme E-Books	Musik Musikvideos Hörbücher Hörspiele E-Books	Musik	Musik Musikvideos Filme TV-Serien

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Spezialisierte Vertriebsunternehmen und Content-Aggregatoren

In Europa hat sich in den vergangenen Jahren eine Reihe von Vertriebsunternehmen gegründet, die den Vertrieb digitaler Medieninhalte – von Musik und Musikvideos über Hörbücher, Hörspiele und E-Books bis hin zu mobilen Entertainment-Produkten übernehmen. Auf der Seite der Technologieplattform können kaum Unterschiede zwischen den Marktteilnehmern ausgemacht werden, wohl aber in der Intensität des Kontakts mit den Rechtelieferanten. Hier sieht sich SendR als überdurchschnittlich positioniert an, was sich aus unserer Sicht durch die überdurchschnittlich langen Kundenbeziehungen belegen lässt.

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

SendR generiert den Großteil der Erlöse über transaktionsabhängige Vertriebsprovisionen. Je erfolgreicher die von SendR vertriebenen Künstler, desto höher sind die Einnahmen der Gesellschaft. Die Kostenseite wird von Materialaufwendungen dominiert, also den um die jeweiligen Vertriebsprovisionen gekürzten Umsätzen.

Im vergangenen Jahr hat SendR nach unseren Schätzungen Umsätze bzw. operative Erträge in Höhe von EUR 9,1 Mio. bzw. EUR 0,6 Mio. erwirtschaftet. Der Auswertungsvertrag mit ECO Musik Holding hat angedeutet, dass SendR im laufenden Jahr größere Lizenzrechtepakete erwerben wird. Sie werden nach unserer Auffassung dazu beitragen, dass SendR im laufenden und kommenden Jahr ein Umsatzwachstum von 25,0% bzw. 22,0% erreichen wird. Damit sollte im laufenden Jahr ein EBIT in Höhe von EUR 1,3 Mio. und im kommenden Jahr eine weitere Verbesserung auf dann EUR 2,1 Mio. möglich sein. Die unverschuldete Gesellschaft wird nach unserer Planung Vorsteuergewinne in fast ebendiesen Größenordnungen erzielen.

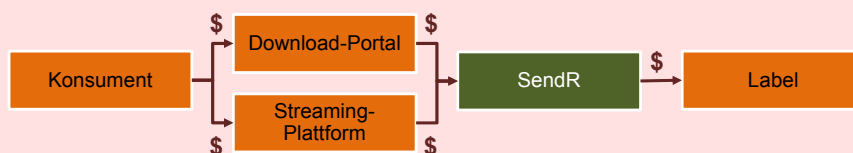
Das Geschäftsmodell von SendR basiert auf der Vereinnahmung von volumenabhängigen Transaktionserlösen

Den Großteil seiner Umsätze erwirtschaftet SendR mit volumenabhängigen Transaktionserlösen. Diese können den von SendR belieferten Online-Plattformen in Rechnung gestellt werden, wenn die Musik von SendRs Kunden, kleinen und mittelgroßen Independent Musik-Labels, heruntergeladen oder gestreamt wird. Die eingezogenen Verkaufspreise werden anschließend um die von SendR beanspruchte, individuelle Vertriebsprovision gekürzt und an die Indie-Labels bzw. die Künstler weitergeleitet. Diese volumenabhängige Vertriebsgebühr liegt üblicherweise zwischen 5% und 30% der Einnahmen, die mit dem Download oder dem Streaming der Musik erwirtschaftet werden können. Die bei SendR verbleibende Rohertragsmarge stellt somit die für das Unternehmen relevante Steuerungsgröße dar.

Nur einen geringen Teil der Erlöse generiert SendR über (gleichwohl ertragsstarke) Zusatzdienstleistungen wie Set-Up-Fees für die erstmalige Aufschaltung eines Künstlers auf einer Online-Plattform, die den Labels in Rechnung gestellt werden.

Der Erfolg des Kunden und der von SendR sind unmittelbar miteinander verknüpft.

ABBILDUNG 17: LIQUIDITÄTSSTRÖME DES GESCHÄFTSMODELLS



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

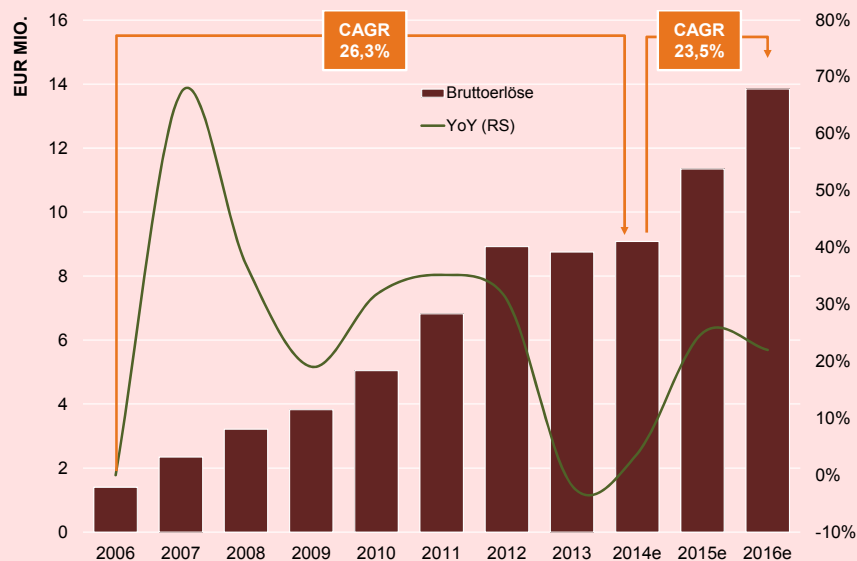
Bis 2016e erwarten wir ein Umsatz-CAGR von 23,5%

Im vergangenen Geschäftsjahr konnte SendR nach unserer Einschätzung seine Erlöse auf EUR 9,1 Mio. von EUR 8,8 Mio. in 2013 (+3,8% YoY) verbessern. Der Business Plan von SendR sieht für die kommenden Jahre ein zweistelliges Umsatzwachstum vor. Dieses basiert auf zwei Quellen:

- ⑤ Einerseits auf einem **organischen Wachstum** in Höhe von etwa 8,5% pro Jahr, was den Wachstumsraten für Musik-Downloads entspricht, wie sie derzeit von führenden Marktforschungsinstituten wie etwa PWC für die kommenden Jahre erwarteten werden;
- ⑤ Andererseits auf der **Gewinnung größerer Back-Kataloge**, die SendR, wie auch bei dem unlängst mit ECO Musik geschlossenen Vertrag, von Independent Labels erwerben will.

Per Saldo konnte SendR in den vergangenen acht Jahren ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 26,3% erreichen.

ABBILDUNG 18: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Getragen von der Akquisition der Verwertungsrechte größerer Indie-Labels und einem durchschnittlichen organischen Wachstum von 8,5% sollte SendR in den kommenden beiden Jahren zweistellige Umsatzwachstumsraten erzielen können.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Label-Akquise durch die A&R-Mitarbeiter der Labels selbst

Die Akquise eines Labels erfolgt schwerpunktmäßig über die A&R-Mitarbeiter (Artist & Repertoire) der Independent Labels. Diese übernehmen gewissermaßen die betriebswirtschaftliche Funktion der F&E, analysieren den offline- und online-Musikmarkt und stehen in stetigem Kontakt zu zahlreichen Künstlern. Nach dem Signing eines Künstlers erfolgt die Kontaktaufnahme mit SendR mit dem Ziel, die Musik auf den entsprechenden Download-Plattformen verfügbar zu machen. Aktuell hat SendR mehr als 1.500 direkte und mehr als 3.000 indirekte Lizenzgeber. Im ersten Fall tritt der Künstler selbst als Lizenzgeber in Erscheinung, in letzterem Fall das Label. Unabhängig davon gilt auch für die Lizenznahmen von SendR das Pareto-Prinzip, wonach 80% der Erlöse mit den 20% größten Lizenzgebern erwirtschaftet werden.

Rückläufige Materialaufwandsquote

Für einen Außenstehenden könnte es naheliegend sein anzunehmen, dass der geplante Erwerb von Rechtekatalogen mit Margenzugeständnissen verbunden sein wird – zumal sich diese auch in der Entwicklung der letzten Jahre ablesen lassen: So ist die Rohertragsmarge (bezogen auf die Gesamtleistung) zwischen 2006 und 2013 von 48,1% auf 30,3% zurückgegangen. Allerdings konnte bereits 2013 eine Trendumkehr beobachtet werden, nachdem die Materialaufwandsquote um 280 Basispunkte gesenkt werden konnte. Dies ist insbesondere auf einen verbesserten Umsatzmix zurückzuführen. Auch für die weitere Zukunft rechnet das Management mit einer von Skaleneffekten getragenen Verbesserung der Rohertragsmargen.

Wir folgen dieser Erwartung und rechnen für die Jahre 2014e bis 2016e mit deutlich rückläufigen Materialaufwandsquoten auf dann 61,6%. Die Rohertragsmarge als Spiegelbild des Materialaufwands sollte sich dementsprechend in den kommenden beiden Jahren auf 38,4% verbessern. In absoluten Zahlen entspricht dies einem Anstieg des Rohertrags von EUR 3,1 Mio. in 2014e über EUR 4,3 Mio. in 2015e auf EUR 5,6 Mio. in 2016e.

Personalaufwandsquote von eher untergeordneter Bedeutung

Infolge einer stetig steigenden Mitarbeiterzahl haben sich die Personalaufwendungen in den vergangenen Jahren sukzessive erhöht. Zum Jahresende 2014 beschäftigte SendR 30 Mitarbeiter und damit fünf Mitarbeiter mehr als zwei Jahre zuvor. Die Personalaufwandsquote zur Betriebsleistung lag nach unseren Schätzungen in den vergangenen drei Jahren zwischen 9,4% und 12,7% (2014e), die durchschnittlichen Pro-Kopf-Löhne sind in diesem Zeitraum um 10,7% pro Jahr angestiegen. In den kommenden beiden Jahren gehen wir von

Wir erwarten eine deutlich steigende Rohertragsmarge bezogen auf die Gesamtleistung und rechnen mit 35,1% (2015e) und 38,4% (2016e).

einer leicht steigenden Personalaufwandsquote auf dann 13,5% (2016e) aus.

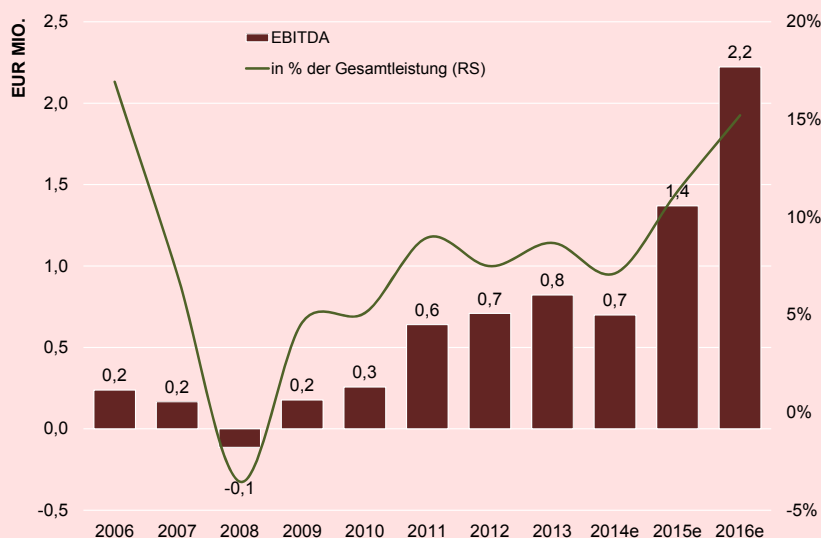
Sonstiger betrieblicher Aufwand

Unter den sonstigen betrieblichen Aufwendungen werden vor allem die klassischen betrieblichen Aufwendungen (Büromiete, IT-, Telekommunikations- und Reisekosten etc.) subsummiert. Kosten für den Payment-Provider fallen hier nicht an, da diese bereits in den Materialaufwendungen enthalten sind. Mit EUR 1,2 Mio. bzw. 11,9% der Gesamtleistung sind sie für den Periodenerfolg daher eher von zweitrangiger Bedeutung. Mit dem von uns erwarteten Anstieg des Geschäftsvolumens gehen wir in den folgenden beiden Jahren von einer zum Umsatz leicht unterproportionalen Entwicklung aus.

In den kommenden beiden Jahren sollten EBITDA und EBIT ...

In den vergangenen sechs Jahren konnten EBITDA und EBIT sukzessive gesteigert werden. Nur im vergangenen Jahr, als die Erlöse durch die Verkürzung der Zahlungsziele bzw. des Zeitraums zwischen Abrechnungseingang und Abrechnungsausgang zu Gunsten der Lizenzgeber und durch die Planungskosten für den Börsengang belastet waren, ist es dem Unternehmen nach unseren Schätzungen nicht gelungen, die Ertragslage zu verbessern. Wir gehen davon aus, dass SendR im vergangenen Geschäftsjahr ein EBITDA von EUR 0,7 Mio. erwirtschaftet hat (-15,0% YoY). Bezogen auf die Gesamtleistung ergibt sich damit eine EBITDA-Marge von 7,1% gegenüber 8,7% im Vorjahr. Für die folgenden beiden Jahre rechnen wir mit einem Anstieg des EBITDA auf EUR 1,4 Mio. bzw. EUR 2,2 Mio. (CAGR 2014e-16e 78,3%). Da Abschreibungen kaum und Amortisationen nicht anfallen, dürfte sich das operative Ergebnis (EBIT) in ähnlicher Weise verbessern: Wir rechnen mit einem Anstieg über knapp EUR 1,3 Mio. (2015e) auf dann EUR 2,2 Mio. (2016e).

ABBILDUNG 19: EBITDA (LS) UND EBITDA-MARGE (RS)



Im vergangenen Jahr dürfte das EBITDA auf rund EUR 0,7 Mio. (Vorjahr EUR 0,8 Mio.) zurückgegangen sein. Dieser Ergebnismrückgang ist insbesondere auf die Planungen des Börsengangs und eine Verkürzung der Zahlungsziele zurückzuführen.

Durch den Einkauf größerer Rechtepakete rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung der Ertragslage und gehen für das laufende Jahr von einer Verbesserung des EBITDA auf EUR 1,4 Mio. aus. Für 2016e rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung auf dann EUR 2,2 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

.. wie auch das Vorsteuerergebnis deutlich ansteigen

SendR ist eine (brutto wie netto) unverschuldete Gesellschaft. Das Zinsergebnis liegt daher im neutralen Bereich, was sich gemäß unseren Erwartungen auch im Prognosezeitraum nicht verändern dürfte. Ergebnis vor Steuern und operatives Ergebnis sollten sich daher im Gleichklang und in etwa auf absolut gleicher Höhe entwickeln. Wir rechnen im laufenden Jahr mit einer Verdoppelung des Vorsteuerergebnisses auf EUR 1,2 Mio. (Vj. EUR 0,6 Mio., +98,4%). Für 2016e rechnen wir mit einem Vorsteuerergebnis von knapp EUR 2,1 Mio. (+67,2% YoY).

Keine Veränderung der Steuerquote erwartet

Als eine Gesellschaft, die auch in der Vergangenheit fast ausschließlich profitabel war, kann SendR keinerlei Verlustvorträge nutzen. Daraus ergibt sich auf Konzernebene eine vergleichsweise hohe Steuerquote von etwa 35,0%.

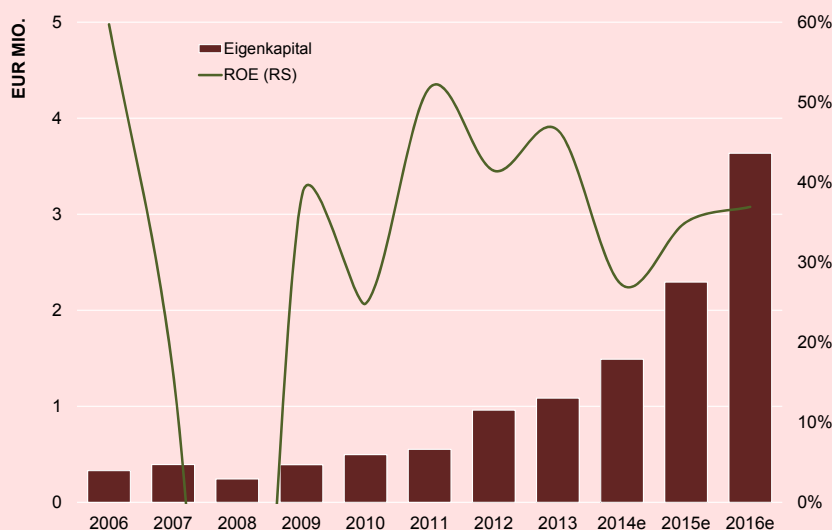
Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie

Nach Steuern errechnen wir für 2015e ein Ergebnis von EUR 0,8 Mio. und für 2016e von EUR 1,3 Mio. Dies entspricht einer Nettomarge bezogen auf die Gesamtleistung von 6,6% bzw. 9,2%. Bei 1,2 Mio. Stück Aktien ergibt sich daraus ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,67 (2015e) und EUR 1,12 (2016e).

Die Eigenkapitalrendite liegt weiterhin im Zielkorridor

Die Eigenkapitalrendite lag im abgelaufenen Geschäftsjahr bei 27,2%. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einer Eigenkapitalrendite, die sich wieder dem Niveau der Jahre 2011-13 annähert. Ursächlich hierfür ist eine deutlich höhere EBIT-Marge, während Zinslast und Steuerlast konstant bleiben.

ABBILDUNG 20: ROE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir rechnen auf absehbare Zeit nicht mit Dividendenzahlungen

SendR wird nach dem Börsengang vorerst keine Dividende an seine Aktionäre ausschütten. Investitionen in das zukünftige Wachstum stehen aus unserer Sicht klar im Vordergrund der Gewinnverwendung.

SendR dürfte für die Geschäftsjahre 2015e und 2016e keine Dividende ausschütten.

Cashflow im Gleichschritt mit den Ertragsgrößen

Das Geschäftsmodell von SendR führt zu kurzfristigen Liquiditätsabflüssen, wenn nämlich über Vorschusszahlungen Lizenzrechte für einen zeitlich befristeten Zeitraum von ein bis zwei Jahren erworben werden. Eine Aktivierung der Vorschusszahlungen findet nicht statt.

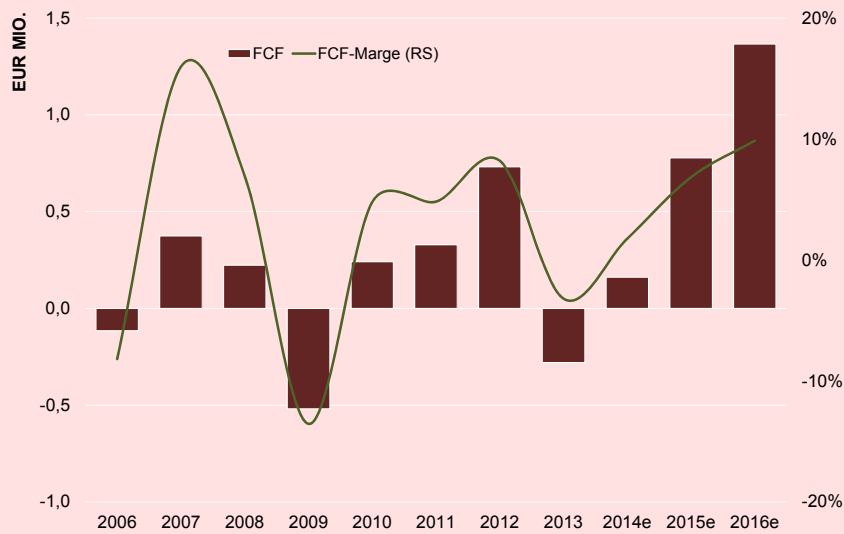
Free Cashflows steigen wieder

Net Working Capital

Da die Zahlungseingänge der Endkunden früher bei SendR eingehen als die Zahlungsausgänge an die Labels und Vorräte bedeutungslos sind, können aus dem laufenden Working Capital netto sogar Liquiditätsströme vereinnahmt werden. Im vergangenen Jahr belief sich das Net Working Capital nach unseren Schätzungen auf EUR -0,5 Mio. Die Finanzierung des weiteren Wachstums ist daher nicht mit hohen Investitionen in Working Capital verbunden, sondern sogar mit dessen Freisetzung. Wir erwarten für den Prognosezeitraum keine Überraschungen und damit eine umsatzkonforme Entwicklung. Für die folgenden beiden Jahre rechnen wir mit einem Net Working Capital von jeweils EUR -0,5 Mio. bzw. -11,8% und -8,5% der Roherträge.

Bei SendR übersteigen die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen um ein Vielfaches. Dies führt zu einem negativen Working Capital.

ABBILDUNG 21: ENTWICKLUNG DER CASHFLOWS



Zwischen 2006 und 2014e konnte SendR Freie Cashflows von durchschnittlich mehr als EUR 0,1 Mio. pro Jahr erwirtschaften. Damit hat sich die Gesellschaft nach unseren Schätzungen einen Liquiditätsbestand von rund EUR 0,6 Mio. aufgebaut.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Management Guidance

Der Vorstand der SendR hat für das laufende Jahr noch keine explizite Finanz-Guidance veröffentlicht, will jedoch auch in Zukunft eine Ertrags- gegenüber einer Umsatzsteigerung bevorzugen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2006-10

HGB (31.12.)		2006	2007	2008	2009	2010
Bruttoerlöse	EUR Mio.	1,4	2,3	3,2	3,8	5,0
YoY	%	n/a	67,2%	37,0%	19,1%	31,8%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	EUR Mio.	1,4	2,4	3,2	3,8	5,1
YoY	%	n/a	66,8%	36,8%	19,1%	32,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,7	-1,5	-2,3	-2,4	-3,3
in % der Gesamtleistung	%	-51,9%	-64,5%	-70,2%	-61,7%	-65,0%
Rohrertrag	EUR Mio.	0,7	0,8	1,0	1,5	1,8
in % der Gesamtleistung	%	48,1%	35,5%	29,8%	38,3%	35,0%
YoY	%	n/a	23,0%	14,8%	53,1%	20,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,6	-0,9	-0,9
in % der Gesamtleistung	%	-7,5%	-10,1%	-18,1%	-22,8%	-17,1%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6
in % der Gesamtleistung	%	-23,6%	-18,3%	-15,2%	-10,8%	-12,8%
EBITDA	EUR Mio.	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3
in % der Gesamtleistung	%	16,9%	7,1%	-3,5%	4,6%	5,1%
YoY	%	n/a	-30,1%	-168,1%	-255,7%	45,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,2
in % der Gesamtleistung	%	14,3%	5,1%	-4,7%	3,9%	4,5%
YoY	%	n/a	-40,4%	-226,2%	-198,9%	50,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsen und ähnliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Liquidität	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,2
in % der Gesamtleistung	%	14,3%	5,2%	-4,6%	3,9%	4,5%
YoY	%	n/a	-39,6%	-221,2%	-202,2%	50,6%
Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1
in % des EBT	%	-1,8%	-47,7%	2,6%	-0,9%	-45,7%
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1
in % der Gesamtleistung	%	14,0%	2,7%	-4,7%	3,9%	2,4%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EPS	EUR	2,08	0,67	-1,59	1,57	1,29

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2011-16e

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	6,8	8,9	8,8	9,1	11,4	13,8
YoY	%	35,2%	30,8%	-1,9%	3,8%	25,0%	22,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,1	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8
Gesamtleistung	EUR Mio.	7,1	9,5	9,5	9,8	12,1	14,6
YoY	%	41,3%	32,4%	0,0%	3,7%	23,3%	20,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-4,6	-6,9	-6,6	-6,7	-7,8	-9,0
in % der Gesamtleistung	%	-64,8%	-72,5%	-69,7%	-68,3%	-64,9%	-61,6%
Rohrertrag	EUR Mio.	2,5	2,6	2,9	3,1	4,3	5,6
in % der Gesamtleistung	%	35,2%	27,5%	30,3%	31,7%	35,1%	38,4%
YoY	%	42,1%	3,7%	10,0%	8,7%	36,6%	31,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,8	-0,9	-1,2	-1,2	-1,6	-2,0
in % der Gesamtleistung	%	-11,0%	-9,4%	-12,3%	-12,7%	-13,1%	-13,5%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,1	-1,0	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4
in % der Gesamtleistung	%	-15,2%	-10,6%	-9,3%	-11,9%	-10,7%	-9,7%
EBITDA	EUR Mio.	0,6	0,7	0,8	0,7	1,4	2,2
in % der Gesamtleistung	%	9,0%	7,5%	8,7%	7,1%	11,3%	15,2%
YoY	%	148,7%	10,7%	16,0%	-15,0%	95,9%	62,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	0,6	0,6	0,8	0,6	1,3	2,1
in % der Gesamtleistung	%	8,2%	6,6%	8,0%	6,4%	10,6%	14,5%
YoY	%	161,0%	6,2%	21,3%	-17,1%	103,9%	64,9%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsen und ähnliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Liquidität	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	0,5	0,6	0,8	0,6	1,2	2,1
in % der Gesamtleistung	%	7,2%	6,8%	8,1%	6,3%	10,2%	14,1%
YoY	%	127,9%	24,3%	18,9%	-18,4%	98,4%	67,2%
Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,7
in % des EBT	%	-44,7%	-38,0%	-33,9%	-35,0%	-35,0%	-35,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,3	0,4	0,5	0,4	0,8	1,3
in % der Gesamtleistung	%	4,0%	4,2%	5,3%	4,1%	6,6%	9,2%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	0,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EPS	EUR	3,01	0,33	0,42	0,34	0,67	1,12

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2006-10

HGB (31.12.)		2006	2007	2008	2009	2010
AKTIVA						
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2
Ingangsetzungsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,6	1,0	1,0	0,7	1,4
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO		0	n/a	n/a	n/a	n/a
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,5	0,5	0,2	0,2	0,0
DSO		0	n/a	n/a	n/a	n/a
Forderungen vs. verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,2	0,2	0,5
Sonstige kurzfristige Investitionen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,1	0,3	0,5	0,2	0,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	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
Bilanzsumme	EUR Mio.	0,7	1,1	1,1	1,0	1,6
PASSIVA						
Eigenkapital	EUR Mio.	0,3	0,4	0,2	0,4	0,5
EK-Quote	%	48,2%	35,9%	22,0%	38,4%	31,1%
Grundkapital	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-/ Verlustvortrag	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,3	0,6	0,7	0,5	0,9
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,1	0,6	0,7	0,3	0,6
Tage	EUR Mio.	38	0	80	31	43
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,2	0,3
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	0,7	1,1	1,1	1,0	1,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Bilanz, 2011-16e

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
AKTIVA							
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5
Ingangsetzungsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	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
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,6	1,8	2,3	2,4	3,3	4,9
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,5	0,6	0,8
DSO		n/a	n/a	0	0	0	0
Forderungen vs. verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,1	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8
Sonstige kurzfristige Investitionen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,6	1,3	0,8	0,6	1,4	2,8
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	2,1	2,9	3,3	3,5	4,5	6,1
PASSIVA							
Eigenkapital	EUR Mio.	0,6	1,0	1,1	1,5	2,3	3,6
EK-Quote	%	26,4%	33,7%	32,6%	42,3%	50,4%	59,6%
Grundkapital	EUR Mio.	0,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-/ Verlustvortrag	EUR Mio.	0,3	-0,7	-0,6	-0,1	0,3	1,1
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	0,0	0,4	0,5	0,4	0,8	1,3
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,6	0,8	0,6	0,7	0,8	0,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,7	0,7	1,3	1,1	1,2	1,3
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,5	0,5	1,0	1,0	1,1	1,2
Tage	EUR Mio.	28	20	41	40	36	32
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	2,1	2,9	3,3	3,5	4,5	6,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Normalisierte Bilanz, 2006-10

HGB (31.12.)		2006	2007	2008	2009	2010
AKTIVA						
Langfristiges Vermögen	%	10,7%	4,2%	9,2%	27,5%	14,2%
Ingangsetzungsaufwendungen	%	4,3%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Immaterielles Vermögen	%	0,4%	0,3%	0,6%	2,4%	2,0%
Sachanlagevermögen	%	5,2%	1,8%	3,4%	4,8%	4,3%
Beteiligungen	%	0,7%	0,9%	5,2%	20,3%	7,9%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	88,8%	95,1%	90,3%	72,5%	85,8%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	1,7%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	72,6%	47,5%	20,9%	24,0%	0,0%
Forderungen vs. verbundene Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%	14,9%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	6,4%	19,6%	20,1%	15,0%	33,3%
Sonstige kurzfristige Investitionen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	%	9,7%	27,9%	49,3%	20,3%	35,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,5%	0,7%	0,5%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	%	48,2%	35,9%	22,0%	38,4%	31,1%
Grundkapital	%	13,9%	8,7%	8,6%	9,3%	6,0%
Kapitalrücklage	%	29,4%	18,4%	18,3%	19,7%	12,6%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinn-/ Verlustvortrag	%	-23,9%	3,1%	-2,6%	-5,3%	4,8%
Bilanzgewinn/-verlust	%	28,8%	5,8%	-2,3%	14,6%	7,7%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerrückstellungen	%	0,5%	5,2%	5,2%	1,2%	5,6%
Sonstige Rückstellungen	%	7,3%	7,1%	6,4%	8,2%	5,1%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	44,0%	51,8%	66,4%	52,2%	58,3%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	3,3%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	21,5%	51,4%	64,6%	32,6%	38,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	22,5%	0,4%	1,8%	16,3%	20,3%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Normalisierte Bilanz, 2011-16e

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
AKTIVA							
Langfristiges Vermögen	%	21,0%	12,6%	10,3%	12,2%	11,2%	8,6%
Ingangsetzungsaufwendungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Immaterielles Vermögen	%	10,8%	7,6%	6,5%	6,5%	5,5%	4,2%
Sachanlagevermögen	%	5,5%	5,0%	3,8%	5,7%	5,7%	4,4%
Beteiligungen	%	4,7%	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%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	79,0%	62,7%	68,4%	67,7%	73,2%	79,8%
Vorräte	%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	0,0%	0,3%	8,4%	14,2%	13,7%	12,5%
Forderungen vs. verbundene Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	50,6%	17,0%	21,3%	21,2%	17,2%	13,5%
Sonstige kurzfristige Investitionen	%	0,0%	0,0%	15,0%	14,2%	11,0%	8,2%
Liquide Mittel	%	26,7%	45,4%	23,6%	18,2%	31,2%	45,7%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	24,7%	21,3%	20,1%	15,6%	11,6%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	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%
PASSIVA							
Eigenkapital	%	26,4%	33,7%	32,6%	42,3%	50,4%	59,6%
Grundkapital	%	4,6%	42,1%	36,0%	34,0%	26,4%	19,7%
Kapitalrücklage	%	9,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinn-/ Verlustvortrag	%	12,2%	-22,9%	-19,1%	-3,7%	6,0%	17,6%
Bilanzgewinn/-verlust	%	0,0%	14,0%	15,1%	11,5%	17,7%	22,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerrückstellungen	%	8,2%	11,8%	5,6%	5,8%	4,9%	4,0%
Sonstige Rückstellungen	%	26,4%	26,5%	18,8%	19,5%	16,7%	13,7%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	35,5%	24,8%	40,3%	29,8%	25,9%	21,1%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	9,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	25,5%	17,6%	29,6%	28,4%	24,8%	20,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	10,0%	7,1%	1,4%	1,4%	1,1%	0,8%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	3,5%	2,5%	2,2%	2,0%	1,6%	1,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,4%	0,3%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Cashflow-Statement, 2006-10

HGB (31.12.)		2006	2007	2008	2009	2010
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen L&L und sonstige Forderungen	EUR Mio.	-0,5	-0,2	0,3	-0,1	-0,2
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	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
Δ Verbindlichkeiten L&L	EUR Mio.	0,1	0,4	0,1	-0,4	0,3
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-0,1	0,4	0,3	-0,3	0,3
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1
Investitionen in immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,1	0,4	0,2	-0,5	0,2
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2
Abzüglich Ausschüttungen an Anteilseigner	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,5	-0,1	0,0	0,2	0,1
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,0	0,1	0,3	0,5	0,2
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	0,0	0,3	0,5	0,2	0,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2011-16e

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,3	0,4	0,5	0,4	0,8	1,3
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ergebnis aus Abgang von AV	EUR Mio.	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
Δ Forderungen L&L und sonstige Forderungen	EUR Mio.	-0,3	0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,5	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,5	0,0	0,1	0,1
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	0,5	0,7	0,3	0,3	0,9	1,5
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	0,3	0,7	-0,3	0,2	0,8	1,4
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Ausschüttungen an Anteilseigner	EUR Mio.	-0,2	-0,7	-0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-0,3	0,0	-0,2	-0,3	0,0	0,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,0	0,7	-0,5	-0,1	0,8	1,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,6	0,6	1,3	0,8	0,6	1,4
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	0,6	1,3	0,8	0,6	1,4	2,8
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick I, 2006-10

HGB (31.12.)		2006	2007	2008	2009	2010
Key Data						
Umsatz	EUR Mio.	1,4	2,3	3,2	3,8	5,0
Rohrertrag	EUR Mio.	0,7	0,8	1,0	1,5	1,8
EBITDA	EUR Mio.	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3
EBIT	EUR Mio.	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,2
EBT	EUR Mio.	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1
Anzahl Mitarbeiter		11	11	11	20	21
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	EUR	2,08	0,67	-1,59	1,57	1,29
BVPS	EUR	3,48	4,15	2,56	4,13	5,22
CFPS	EUR	-1,20	4,31	3,54	-3,29	3,17
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					
Performance bis Kursziel	%					
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	17,0%	7,1%	-3,5%	4,6%	5,1%
EBIT-Marge	%	14,4%	5,1%	-4,7%	3,9%	4,5%
EBT-Marge	%	14,3%	5,2%	-4,6%	3,9%	4,5%
Netto-Marge	%	14,1%	2,7%	-4,7%	3,9%	2,4%
FCF-Marge	%	-8,2%	16,0%	6,9%	-13,5%	4,8%
ROE	%	59,7%	16,1%	-62,3%	38,1%	24,8%
NWC/Umsatz	%	25,0%	-0,1%	-14,3%	-1,1%	-10,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	128	213	292	191	246
Pro-Kopf-EBIT	EURk	18,3	10,9	-13,8	7,5	11,0
Capex/Umsatz	%	0,0%	1,3%	1,8%	1,0%	1,0%
Rohrertragsprämie	%	33,1%	39,0%	32,9%	39,1%	55,9%
Wachstumsraten						
Umsatz	%	n/a	67,2%	37,0%	19,1%	31,8%
Rohrertrag	%	n/a	23,0%	14,8%	53,1%	20,6%
EBITDA	%	n/a	-30,1%	n/a	n/a	45,4%
EBIT	%	n/a	-40,4%	n/a	n/a	50,0%
EBT	%	n/a	-39,6%	n/a	n/a	50,6%
Nettoergebnis	%	n/a	-67,8%	n/a	n/a	-17,5%
EPS	%	n/a	-67,8%	n/a	n/a	-17,5%
CFPS	%	n/a	n/a	-18,0%	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick I, 2011-16e

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Key Data							
Umsatz	EUR Mio.	6,8	8,9	8,8	9,1	11,4	13,8
Rohertrag	EUR Mio.	2,5	2,6	2,9	3,1	4,3	5,6
EBITDA	EUR Mio.	0,6	0,7	0,8	0,7	1,4	2,2
EBIT	EUR Mio.	0,6	0,6	0,8	0,6	1,3	2,1
EBT	EUR Mio.	0,5	0,6	0,8	0,6	1,2	2,1
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,3	0,4	0,5	0,4	0,8	1,3
Anzahl Mitarbeiter		19	24	27	30	35	40
Je Aktie							
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	22,60	n/a
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	10,00	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	17,53	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	21,04	21,04
EPS	EUR	3,01	0,33	0,42	0,34	0,67	1,12
BVPS	EUR	5,80	0,80	0,90	1,24	1,91	3,03
CFPS	EUR	5,05	0,61	0,22	0,27	0,79	1,24
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR						31,80
Performance bis Kursziel	%						51,1%
Profitabilitätskennzahlen							
EBITDA-Marge	%	9,4%	7,9%	9,4%	7,7%	12,1%	16,0%
EBIT-Marge	%	8,6%	7,0%	8,7%	6,9%	11,3%	15,2%
EBT-Marge	%	7,6%	7,2%	8,7%	6,9%	10,9%	14,9%
Netto-Marge	%	4,2%	4,5%	5,8%	4,5%	7,1%	9,7%
FCF-Marge	%	4,8%	8,2%	-3,2%	1,8%	6,9%	9,9%
ROE	%	51,8%	41,4%	46,5%	27,2%	35,0%	36,9%
NWC/Umsatz	%	-5,8%	-1,7%	-4,0%	-1,8%	-0,6%	0,2%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	364	372	327	303	324	346
Pro-Kopf-EBIT	EURk	31,4	26,0	28,3	20,9	36,6	52,8
Capex/Umsatz	%	1,4%	1,3%	0,5%	1,6%	1,3%	0,9%
Rohertragsprämie	%	76,9%	83,2%	109,1%	120,9%	170,3%	247,2%
Wachstumsraten							
Umsatz	%	35,2%	30,8%	-1,9%	3,8%	25,0%	22,0%
Rohertrag	%	42,1%	3,7%	10,0%	8,7%	36,6%	31,9%
EBITDA	%	148,7%	10,7%	16,0%	-15,0%	95,9%	62,3%
EBIT	%	161,0%	6,2%	21,3%	-17,1%	103,9%	64,9%
EBT	%	127,9%	24,3%	18,9%	-18,4%	98,4%	67,2%
Nettoergebnis	%	132,2%	39,3%	26,7%	-19,8%	98,4%	67,2%
EPS	%	132,2%	-89,0%	26,7%	-19,8%	98,4%	67,2%
CFPS	%	59,3%	-87,8%	-63,4%	18,3%	197,1%	57,4%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick II, 2006-10

HGB (31.12.)		2006	2007	2008	2009	2010
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,6	1,1	1,0	0,7	1,4
Eigenkapital	EUR Mio.	0,3	0,4	0,2	0,4	0,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,4	0,7	0,9	0,6	1,1
EK-Quote	%	48,2%	35,9%	22,0%	38,4%	31,1%
Gearing	%	-20,2%	-77,9%	-224,4%	-44,3%	-115,5%
Working Capital	EUR Mio.	0,4	0,0	-0,5	-0,1	-0,6
Capital Employed	EUR Mio.	0,4	0,0	-0,5	0,0	-0,5
Asset Turnover	x	2,0	2,1	2,9	3,7	3,2
Enterprise Value						
Anzahl Aktien	Mio.	95	95	95	95	95
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-0,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KCF Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KCF Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KCF Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Auf einen Blick II, 2011-16e

HGB (31.12.)		2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Bilanzkennzahlen							
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	1,6	2,5	3,0	3,1	4,0	5,6
Eigenkapital	EUR Mio.	0,6	1,0	1,1	1,5	2,3	3,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,5	1,9	2,2	2,0	2,3	2,5
EK-Quote	%	26,4%	33,7%	32,6%	42,3%	50,4%	59,6%
Gearing	%	-100,9%	-134,7%	-44,1%	-43,0%	-61,9%	-76,7%
Working Capital	EUR Mio.	-0,5	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5
Capital Employed	EUR Mio.	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
Asset Turnover	x	3,3	3,1	2,6	2,6	2,5	2,3
Enterprise Value							
Anzahl Aktien	Mio.	95	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	27,1	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	12,0	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	21,0	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	25,2	25,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,6	-1,3	-0,5	-0,6	-1,4	-2,8
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	25,7	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	10,6	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	19,6	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	23,8	22,5
Bewertungskennzahlen							
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,26	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	0,93	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	1,73	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,10	1,62
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	18,8	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	7,7	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	14,3	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	17,4	10,1
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	20,1	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	8,3	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	15,3	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	18,6	10,6
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	33,8	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	14,9	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	26,2	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	31,4	18,8
KCF Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	28,6	n/a
KCF Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	12,7	n/a
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	22,2	n/a
KCF Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	26,7	16,9
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	n/a	3,1%	5,4%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

DCF-Modell

HGB (31.12.)		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TV
Nettoumsatz	EUR Mio.	11,4	13,8	16,6	19,2	21,1	22,2	22,8	23,1	23,2	23,2	23,3	23,3
Umsatzwachstum	%	25,0%	22,0%	20,0%	15,4%	9,9%	5,5%	2,6%	1,1%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT	EUR Mio.	1,3	2,1	3,1	4,3	4,8	5,2	5,4	5,6	5,7	5,9	6,0	4,7
EBIT-Marge (Nettoumsatz)	%	11,3%	15,2%	18,9%	22,2%	22,7%	23,2%	23,7%	24,2%	24,7%	25,2%	25,7%	20,0%
Steuerquote (τ)	%	-33,8%	-34,2%	-34,5%	-32,6%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%
EBIT(1-τ)	EUR Mio.	0,8	1,4	2,1	2,9	3,3	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	3,2
Investitionen (Capex, M&A, WC)	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
FCFF	EUR Mio.	0,7	1,3	1,9	2,7	3,0	3,3	3,5	3,6	3,7	3,9	4,0	3,0
WACC	%	10,6%	10,0%	9,5%	9,0%	8,4%	7,9%	7,4%	6,8%	6,3%	5,7%	5,2%	5,2%
Diskontierungssatz	%	100,0%	90,9%	83,0%	76,2%	70,2%	65,1%	60,6%	56,8%	53,4%	50,5%	48,0%	
PV FCFF	EUR Mio.	0,7	1,1	1,6	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9	
Terminal Cashflow	EUR Mio.	3,0											
Terminal Cost of Capital	%	5,2%											
Terminal Value	EUR Mio.	37,0											
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	17,7											
Barwert CF Detail-/Grobplanung	EUR Mio.	19,8											
Summe Barwerte	EUR Mio.	37,5											
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	3,0%											
Wert Operative Assets	EUR Mio.	37,5											
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0											
Cash	EUR Mio.	0,6											
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	38,1											
Anzahl Aktien	Mio.	1,2											
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	31,80											

	EUR	Langfristige Wachstumsrate						
		-0,7%	-0,4%	-0,1%	0,2%	0,5%	0,8%	1,1%
TV EBIT-Marge	17,0%	29,70	29,80	29,70	29,60	29,40	29,30	29,00
	18,0%	30,60	30,50	30,40	30,30	30,20	30,00	29,80
	19,0%	31,30	31,20	31,20	31,00	30,90	30,70	30,50
	20,0%	32,00	32,00	31,90	31,80	31,60	31,50	31,20
	21,0%	32,80	32,70	32,60	32,50	32,40	32,20	31,90
	22,0%	33,50	33,50	33,40	33,30	33,10	32,90	32,70
	23,0%	34,20	34,20	34,10	34,00	33,90	33,60	33,50

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

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

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

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

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

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

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen 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 die folgenden Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
21.04.2015	EUR 31,80	Buy	1; 2; 8

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

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

Informationsquellen

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.