

SendR SE

Reuters: SD1G.BE/MLSDR.PA Bloomberg: SD1:GR/MLSDR:FP

In neue Dimensionen

Bedeutendster Schritt der Unternehmensgeschichte

Vor wenigen Tagen hat SendR die Übernahme der norwegischen Phonofile bekannt gegeben, dem mit ca. 2.200 Musik-Labels größten Digitaldienstleister in Nordeuropa. Durch die größte Übernahme im unabhängigen digitalen Musikvertrieb der letzten Jahre wird SendR seine Rolle als führendes unabhängiges Clearing-Haus für die digitale Auswertung von Musikrechten weiter ausbauen.

Phonofile im Überblick

Mit Umsätzen von NOK 114 Mio. (ca. EUR 12,3 Mio.) und einem operativen Ergebnis von NOK 4,5 Mio. (ca. EUR 0,5 Mio., alle Angaben für 2015e) ist Phonofile der führende Digitaldienstleister Nordeuropas. Das Unternehmen beschäftigt 25 Mitarbeiter und weist einen klaren Fokus des Content Sourcing auf den skandinavischen Raum auf. Für SendR ist Phonofile damit u. E. der perfekte Übernahmekandidat, da keine Kannibalisierungseffekte zu befürchten sind. Durch den Zusammenschluss wird SendR nicht nur in eine neue Größendimension vorstoßen und erhebliche Skaleneffekte nutzen, sondern für die Musiklizenzgeber ihre Reichweite deutlich erweitern.

Anpassung unserer Schätzungen für 2016e und 2017e

Nach der Übernahme von Phonofile zur Jahresmitte 2016e rechnen wir für das laufende Jahr mit einem Anstieg der Erlöse auf EUR 16,8 Mio. (+64,4% YoY), während das operative Ergebnis infolge der Erwerbs- und Integrationsaufwendungen auf EUR 0,6 Mio. zurückgeht (EBIT-Marge 3,8%). Für 2017e rechnen wir mit Umsätzen von EUR 25,7 Mio. und einem EBIT von EUR 1,5 Mio., für 2018e mit Erlösen von EUR 29,7 Mio. und einem EBIT von EUR 2,2 Mio.

EUR MIO.	2016		2017e		2018e
	neu	alt	neu	alt	neu
Umsatz	16,8	11,4	25,7	12,7	29,7
Δ	46,8%		102,9%		n/a
EBIT	0,6	1,2	1,5	1,3	2,2
Δ	-45,7%		12,1%		n/a
EBIT-Marge	3,8%	10,3%	5,7%	10,3%	7,3%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel EUR 24,60 je Aktie – Buy

Unser Kursziel von EUR 24,60 je Aktie (Base-Case-Szenario) ist das Ergebnis eines dreistufigen DCF-Modells. Wesentliche Inputfaktoren sind aktuelle WACC von 10,4%, eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von 2,8% im Terminal Value und eine Wachstumsrate im Terminal Value von 0,6%. Best- und Worst-Case-Szenario ergeben Kursziele von EUR 26,90 bzw. EUR 22,30 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 Lizenzrechtspakete; **(3)** Befristete Laufzeiten der Verwertungsverträge; **(4)** Gefahr eines Markteintritts von bspw. Google.

Rating: Buy Risiko: Hoch
Kurs: 21,15
Kursziel: EUR 24,60 (post-Kapitalerhöhung)

WKN/ISIN: A1YDAZ/DE000A1YDAZ7
Indizes: n/a
Transparenzlevel: Freiverkehr Berlin/Marché Libre
Gewichtete Anzahl Aktien: 1,2 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 25,4 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 500 Aktien
Hauptversammlung: vorauss. Juni 2016

EUR Mio. (31/12)	2014	2015e	2016e	2017e
Nettoumsatz	8,9	10,2	16,8	25,7
EBITDA	0,8	1,0	0,7	1,5
EBIT	0,7	0,9	0,6	1,5
EBT	0,8	0,9	0,6	1,5
EAT	0,4	0,6	0,4	1,0

% vom Umsatz	2014	2015e	2016e	2017e
EBITDA	9,2%	9,7%	4,1%	5,9%
EBIT	8,1%	8,5%	3,8%	5,7%
EBT	8,6%	8,6%	3,9%	5,7%
EAT	5,1%	5,6%	2,5%	4,0%

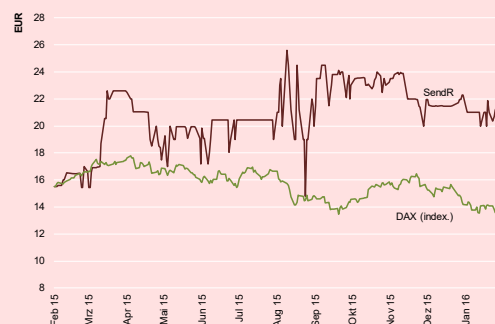
Je Aktie/EUR *	2014	2015e	2016e	2017e
EPS	0,37	0,47	0,22	0,54
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,02	1,49	8,53	9,07
Cashflow	0,18	0,54	1,31	0,52

* Bezogen auf 1,9 Mio. Aktien post Kapitalerhöhung

%	2014	2015e	2016e	2017e
EK-Quote	88,0%	93,1%	88,3%	85,3%
Gearing	-0,4%	-61,5%	-0,8%	-5,6%

x	2014	2015e	2016e	2017e
KGV	n/a	44,8	95,2	39,1
EV/Umsatz	n/a	2,38	1,35	0,84
EV/EBIT	n/a	24,6	33,2	14,4
KBV	n/a	28,1	35,3	14,9

EUR Mio.	2016e	2017e
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

Die Übernahme von Phonofile stellt den bedeutendsten Schritt in der Unternehmensgeschichte von SendR dar. Zum einen werden sich Umsätze und damit Marktanteile mehr als verdoppeln – ohne dass es dabei zu Kannibalisierungseffekten kommen würde –, zum anderen wird sich der regionale Footprint in Europa signifikant vergrößern, wodurch SendR seine führende Marktstellung als vertikal integriertes Clearing-House für die Musikindustrie weiter ausbauen wird.

Übernahme der norwegischen Phonofile als strategisch richtiger Schritt

Was bereits vor einigen Wochen angekündigt wurde, wurde in der vergangenen Woche konkretisiert: SendR übernimmt die norwegische Phonofile, mit rund 2.200 Musik-Labels der größte Digitaldienstleister in Nordeuropa.

TABELLE 1: VERGLEICH DER OPERATIVEN ECKDATEN

	SendR	Phonofile
Anzahl Mitarbeiter	30	25
Anzahl Lizenzgeber	>2.100	~2.200
Anzahl Lizenznehmer	~140	~120
Anzahl Künstler	>120.000	~45.000
Anzahl Songs	>750.000	~550.000

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Höherer Umsatz als SendR, bei jedoch geringerer Profitabilität

Im Jahr 2015e konnte Phonofile bei von uns erwarteten Umsätzen von NOK 114 Mio. (ca. EUR 12,3 Mio.) ein operatives Ergebnis von NOK 4,5 Mio. (ca. EUR 0,5 Mio.) erwirtschaften. Mit einer EBIT-Marge von 3,9% liegt die Profitabilität von Phonofile deutlich unter der von SendR (8,1%), lässt jedoch auch Raum für Verbesserungen..

TABELLE 2: VERGLEICH FINANZKENNZAHLEN PHONOFIL-SENDR, 2015E

	SendR (EUR Mio.)	Phonofile (NOK Mio.)
Gründung	2003	1999
Umsatz	10,2	114,0
EBIT	0,9	4,5
EBIT-Marge	8,5%	3,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Stärkung der Position als führendes unabhängiges Clearing-Haus

Durch die größte Übernahme im unabhängigen digitalen Musikvertrieb der letzten Jahre wird SendR seine Rolle als führendes unabhängiges Clearing-Haus für die digitale Auswertung von Musikrechten weiter ausbauen. Für 2017e, dem ersten Jahr der vollständigen Konsolidierung, rechnen wir damit, dass SendR Umsätze von EUR 25,7 Mio. und ein operatives Ergebnis in Höhe von EUR 1,5 Mio. erwirtschaften wird.

TABELLE 3: FINANZKENNZAHLEN SENDR POST INTEGRATION, 2017E

	Send post Integration	
Umsatz	EUR Mio.	25,7
EBIT	EUR Mio.	1,5
EBIT-Marge	%	5,7%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir rechnen mit einem Kaufpreis am unteren Ende der üblichen Bandbreite

Abgesehen davon, dass die Übernahme zu einem Viertel in bar und zu drei Vierteln als Sachkapitalerhöhung erfolgen soll, haben die Beteiligten über den Kaufpreis Stillschweigen vereinbart. Wir versuchen daher, durch die Verwendung historischer M&A-Transaktions-Multiples uns der Unternehmensbewertung von Phonofile anzunähern.

Die letzten, verfügbaren Transaktions-Multiples im Online-Musikmarkt lagen in der Größenordnung des 2-3-fachen Umsatzes. Bezogen auf Phonofile entspricht dies einem Kaufpreis in Höhe von EUR 16,0 und 26,7 Mio.

Unterstellen wir, dass die Sachkapitalerhöhung auf dem gegenwärtigen Kursniveau stattfindet, würde sich aus diesen Vorgaben eine Kapitalerhöhung um 0,7 bis 1,2 Mio. Stück Aktien ableiten lassen (vgl. nachstehende Tabelle 4). Aufgrund der geringeren Profitabilität von Phonofile im Vergleich zu SendR gehen wir von einem Kaufpreis am unteren Ende dieser Bandbreite aus.

Die genaue Höhe der Kapitalerhöhung wird auf der durchzuführenden außerordentlichen Hauptversammlung bekannt gegeben werden. Wir rechnen mit einer Einladung in den kommenden Wochen.

TABELLE 4: ABLEITUNG DES UNTERNEHMENSWERTES VON PHONOFILE

		Untergrenze	Obergrenze
Umsatz Phonofile	EUR Mio.		12,3
Mutiple	x	1,5	2,5
Kaufpreis	EUR Mio.	18,4	30,7
Barkomponente	%		25%
Aktienkomponente	%		75%
Baranteil	EUR Mio.	4,6	7,7
Aktienanteil	EUR Mio.	13,8	23,0
Bezugskurs	EUR		20,00
Anzahl neu auszugebender Aktien	Stück	690	1.150
Anzahl ausstehender Aktien post Kapitalerhöhung	Stück	1.890	2.350

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Anpassung unserer Schätzungen

Angaben gemäß soll die Übernahme von Phonofile zur Jahresmitte durchgeführt werden. Daher rechnen wir mit einer sechsmonatigen Konsolidierung des Unternehmens im laufenden Geschäftsjahr, bevor Phonofile dann im kommenden Jahr erstmals ganzjährig konsolidiert werden wird.

Nach der Phonofile-Übernahme passen wir unsere **Umsatzprognosen** für das laufende und das kommende Geschäftsjahr wie folgt an:

- ⑤ Für das laufende Geschäftsjahr **2016e** rechnen wir nunmehr mit Erlösen von EUR 16,8 Mio. (bislang EUR 11,4 Mio.). Gegenüber dem Jahr 2015e (EUR 10,2 Mio.) entspricht dies einem Umsatzwachstum von 64,4%.
- ⑤ Für **2017e**, wenn Phonofile erstmals ganzjährig konsolidiert werden wird, passen wir unsere Umsatzprognosen auf EUR 25,7 Mio. (bislang EUR 13,8 Mio.). Gegenüber 2016e errechnet sich damit ein Umsatzwachstum von 53,4%.

Ebenfalls passen wir unsere **Ertragsprognosen** für laufende und das kommende Geschäftsjahr an:

- ⑤ Belastet von erheblichen Kaufpreisnebenkosten (insb. Kosten für Anwälte, Wirtschaftsprüfer und die a.o. Hauptversammlung) rechnen wir für das laufende Jahr 2016e mit einem EBIT in Höhe von EUR 0,6 Mio. (bislang EUR 1,2 Mio.). In diese Prognose gehen die von uns erwarteten Erwerbsnebenkosten in Höhe von EUR 0,7 Mio. ein, Erträge aus Bargain Purchase oder

operative Belastungen etwa aus einem Personalabbau haben wir nicht einbezogen.

- ☉ Für das kommende Jahr 2017e rechnen wir mit einem EBIT von EUR 1,5 Mio. (bisher EUR 1,3 Mio.). Damit sollte Phonofile bereits im ersten Jahr der vollständigen Konsolidierung trotz erwarteter weiterer Integrationskosten einen positiven operativen Ergebnisbeitrag erwirtschaften.

TABELLE 5: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN

		2016e			2017e		
		Neu	Alt	Δ	neu	Alt	Δ
Umsatz	EUR Mio.	16,8	11,4	46,8%	25,7	12,7	102,9%
YoY	%	64,4%	12,0%		53,4%	11,0%	
EBIT	EUR Mio.	0,6	1,2	-45,7%	1,5	1,3	12,1%
EBIT-Marge	%	3,8%	10,3%		5,7%	10,3%	
Erg. vor Steuern	EUR Mio.	0,6	1,2	-45,6%	1,5	1,3	17,4%
Erg. nach Steuern	%	0,4	1,0	-55,5%	1,0	1,1	-2,2%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

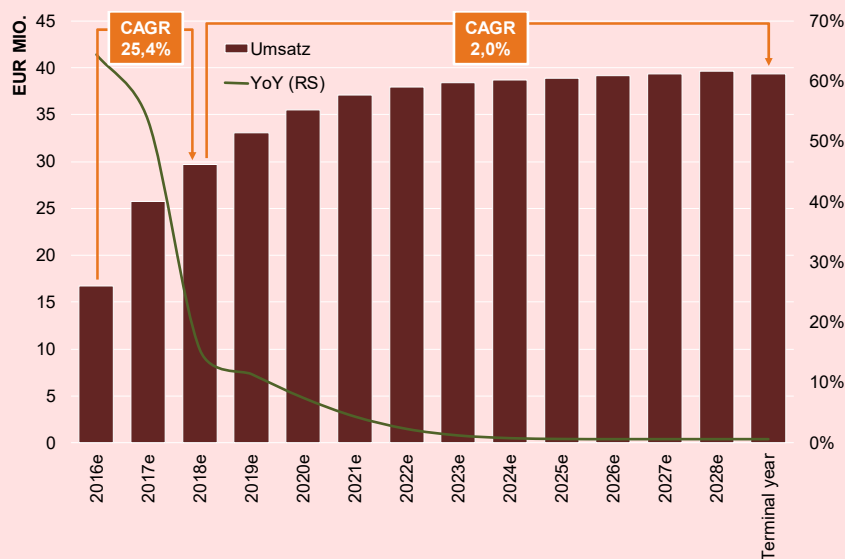
Nach der Übernahme von Phonofile haben wir unser dreistufiges DCF-Modell überarbeitet und sehen ein Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 24,60 je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem Schlusskurs von EUR 21,15 entspricht dies einem Base-Case-Kurspotenzial von 16,3%. Aus dem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 22,30, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 26,90 je Aktie. Nach der guten Performance der letzten Monate bestätigen wir daher unser Buy-Rating für die Aktien der SendR SE.

Basisannahmen für das DCF-Modell

Wachstumsunternehmen wie SendR verfolgen langfristige Geschäftsmodelle. Durch die zunehmende Durchdringung der Medienmärkte mit der aktuellen Produktpipeline und nach der Übernahme von Phonofile 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 2018e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2028e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 25,4% bzw. 2,0%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, 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 die detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen unseres integrierten Prognosemodells bis zum Jahr 2018e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2015e-18e in Höhe von 25,4%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige Grobplanungsphase), die 2028e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 2,0% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der die Erzielung von Überrenditen per Definition nicht mehr möglich und Wachstum daher nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken sinnvoll ist, setzen wir als Wachstumsrate der Umsätze und der Freien Cashflows den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** von 8,5% in 2015e über 7,3% in 2018e auf 22,3% in 2028e (Peak Margins unseres Modells) aus dem sukzessive steigenden Geschäftsvolumen sukzessive deutlich verbessern sollten;
- ⑤ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 20,0% liegen;
- ⑤ ein tendenziell konservativ eingestuftes Fundamental-**beta** von 1,1, das wir in Ermangelung statistisch relevanter Börsenkurse aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren abgeleitet haben:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⑤ eine **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, die auch in Zukunft nicht von dem niedrigen Niveau der Vorjahre abweichen sollte; insbesondere rechnen wir nicht mit weiteren Übernahmen.
- ⑤ dass sich der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode mit 27,0% nach der Phonofile-Übernahme unter dem in der Detailplanungsphase zuletzt zu beobachtenden Durchschnittswert einpendelt;
- ⑤ dass die Bruttoverschuldung auch in Zukunft vernachlässigbar sein sollte, so dass die EBIT-Interest Coverage Ratio ein synthetisches Rating im Investment Grade ableiten lässt; dementsprechend rechnen wir für unser DCF-Modell bei einer Recovery Rate von 25% mit einer **Ausfallwahrscheinlichkeit** des Unternehmens im Terminal Value von 2,8% pro Jahr.
- ⑤ dass die von SendR in 2018e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 10,4% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,1 setzt sich

dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 8,8% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,5% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (0,5%) und einer (aus dem aktuellen Börsenumsatz abgeleiteten) Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem von uns ermittelten synthetischen Unternehmens-Rating von BBB sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 3,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass die aktuell für Medienunternehmen beobachtbaren Zielkapitalstrukturen für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 85%/15% auch für SendR angelegt werden können;

TABELLE 2: WACC (2018E)

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		10,3%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,1
Erwartete Risikoprämie (geometrische Mittelwert)	%	8,8%
Small Cap-Prämie	%	1,5%
Management-Prämie	%	0,5%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	85,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	10,0%
Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	3,0%
Grenzsteuersatz	%	27,0%
Zielkapitalstruktur	%	15,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,4%
WACC basierend auf Marktwerten	%	10,4%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

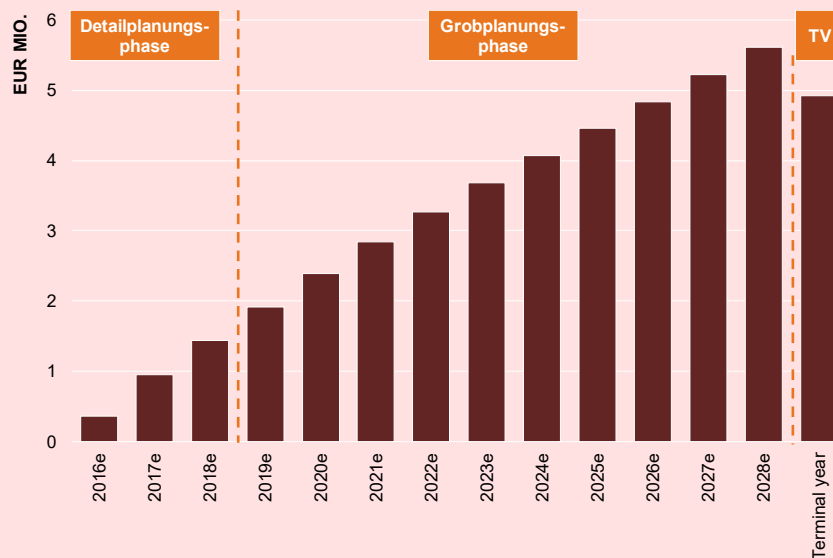
- Ⓢ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger);
- Ⓢ dass SendR in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von 10,4% (2018e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

Dynamische Entwicklung der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. nachstehende Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2016e bis 2028e.

Wir gehen dabei nicht von weiteren erheblichen Investitionen in Übernahmen oder in sonstige Assets aus. Negative Free Cashflows, wie sie bei Wachstumsunternehmen üblich sind, waren bei SendR bereits in der Vergangenheit nicht zu beobachten. Auch während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir lediglich Erhaltungsinvestitionen modelliert, keine weiteren Erweiterungsinvestitionen. Im Terminal Value schließlich modellieren wir aufgrund des dann systemimmanenten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen Rückgang der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Rentenberechnung des Modellendwertes stellt.

ABBILDUNG 2: FREIE CASHFLOWS TO THE FIRM (FCFF)



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 46,8 Mio.

Der Enterprise Value der SendR liegt in unserem Modell bei EUR 46,8 Mio. Aus diesem werden etwa 59,7% über den Terminal Value abgeleitet, 35,6% bzw. 4,6% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Abzüglich der vernachlässigbaren Nettoverschuldung entspricht dies auch dem Wert des Eigenkapitals.

Zur Finanzierung der Übernahme von Phonofile unterstellen wir, dass SendR im Jahresverlauf eine Kapitalerhöhung um 700.000 Aktien durchführen wird. Damit erhöht sich die Gesamtzahl ausstehender Aktien auf 1,9 Mio. von derzeit 1,2 Mio. Bezogen auf 1,9 Mio. Aktien entspricht unsere Unternehmensbewertung einem Kursziel von EUR 24,60 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt einen Wert des Eigenkapitals von EUR 46,8 Mio. Bezogen auf 1,9 Mio. Aktien (post Kapitalerhöhung) errechnet sich daraus ein Kursziel je Aktie von EUR 24,60.

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	2,2
in % des Gesamtwertes	%	4,6%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	16,7
in % des Gesamtwertes	%	35,6%
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	27,9
in % des Gesamtwertes	%	59,7%
Summe der Barwerte (Enterprise Value)	EUR Mio.	46,8
Finanzschulden (per Q3/2015)	EUR Mio.	0,0
Excess Cash (per Q3/2015)	EUR Mio.	0,0
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	46,8
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	1,9
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	24,60
Aktueller Kurs	EUR	21,15
Performance bis Kursziel	%	16,3%

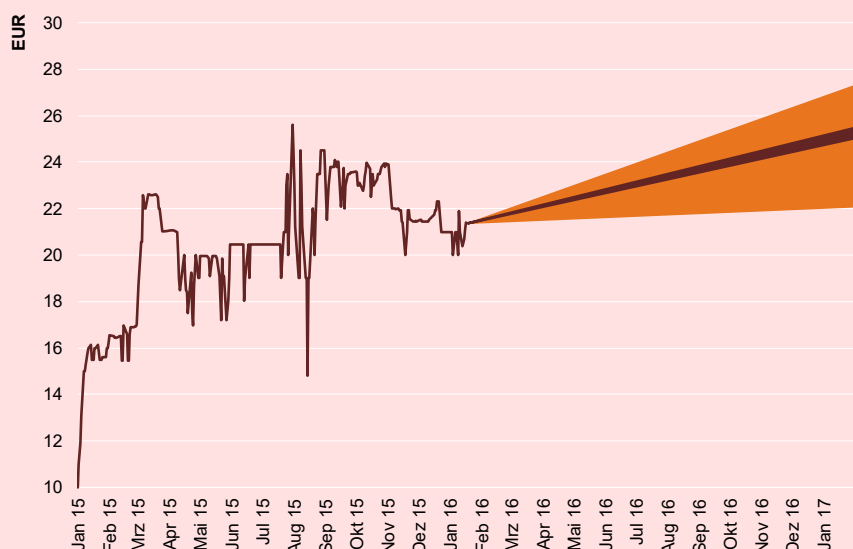
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- ③ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario verringern wir die Terminal Value-EBIT-Marge von angenommenen 20,0% um 300 Basispunkte auf 17,0% und das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,3% von 0,6%. Damit würden wir unterstellen, dass die Ausweitung des regionalen Footprints nicht wie erwartet gelingt. In diesem Bear-Case-Szenario würde der Wert des Eigenkapitals von SendR um EUR -2,30 je Aktie auf EUR 22,30 je Aktie zurückgehen.
- ③ **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben, indem etwa im Ausland noch mehr Beteiligungen aufgebaut werden. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 0,9% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 23,0% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir den Wert des Eigenkapitals um EUR 2,30 auf EUR 26,90 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall einen Wert des Eigenkapitals von EUR 22,30 je Aktie und im optimistischen Fall von EUR 26,90 je Aktie.

ABBILDUNG 3: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 24,60 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 22,30) haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 26,90) gelingen Unternehmenswachstum und die Margenausweitung noch schneller. Basis der Kurszielberechnung ist eine Kapitalerhöhung auf 1,9 Mio. Stück Aktien.

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.

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 lizenzfähiger Musikdownload-Speichertechnologien weltweit. Vergleichbar einem Clea-

Geschäftsmodell

ringhaus 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 sind 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).

ABBILDUNG 4: DAS GESCHÄFTSMODELL VON SENDR IM ÜBERBLICK



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 bzw. ein Label-Aggregat der Vertragspartner von SendR ist) Lizenzgebern auf den Internet-Plattformen von rund 450 Lizenznehmern (v. a. Onlineportale und Streaming-Plattformen) ausgewertet.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	8,6	8,9	10,2	16,8	25,7	29,7
YoY	%	-3,5%	2,9%	15,0%	64,4%	53,4%	15,4%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,7	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	EUR Mio.	9,3	9,7	10,8	16,8	25,7	29,7
YoY	%	-1,6%	4,2%	11,2%	55,2%	53,4%	15,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	-6,4	-6,9	-7,6	-13,2	-20,7	-23,9
in % der Gesamtleistung	%	-69,0%	-71,2%	-70,5%	-79,0%	-80,6%	-80,6%
Rohrertrag	EUR Mio.	2,9	2,8	3,2	3,5	5,0	5,7
in % der Gesamtleistung	%	31,0%	28,8%	29,5%	21,0%	19,4%	19,4%
YoY	%	10,7%	-3,2%	14,0%	10,7%	41,9%	14,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,2	-1,3	-1,5	-1,8	-2,4	-2,4
in % der Gesamtleistung	%	-12,5%	-13,1%	-13,5%	-10,8%	-9,3%	-7,9%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-0,9	-0,7	-0,7	-1,0	-1,1	-1,1
in % der Gesamtleistung	%	-9,7%	-7,2%	-6,8%	-6,2%	-4,3%	-3,9%
EBITDA	EUR Mio.	0,8	0,8	1,0	0,7	1,5	2,2
in % der Gesamtleistung	%	8,8%	8,4%	9,1%	4,1%	5,9%	7,5%
YoY	%	15,1%	0,4%	20,4%	-31,1%	121,8%	48,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	0,8	0,7	0,9	0,6	1,5	2,2
in % der Gesamtleistung	%	8,1%	7,4%	8,0%	3,8%	5,7%	7,3%
YoY	%	20,3%	-4,0%	19,8%	-25,9%	127,9%	49,3%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsen und ähnliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	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.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	0,8	0,8	0,9	0,6	1,5	2,2
in % der Gesamtleistung	%	8,1%	7,8%	8,1%	3,9%	5,7%	7,4%
YoY	%	17,9%	0,4%	14,6%	-25,4%	125,9%	49,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,7
in % des EBT	%	-34,2%	-41,1%	-35,0%	-35,0%	-30,0%	-30,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,5	0,4	0,6	0,4	1,0	1,5
in % der Gesamtleistung	%	5,3%	4,6%	5,2%	2,5%	4,0%	5,2%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	1,2	1,2	1,2	1,9	1,9	1,9
EPS	EUR	0,41	0,37	0,47	0,22	0,54	0,81
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Bilanz, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
AKTIVA							
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	1,4	0,5	18,0	18,0	18,0
Ingangsetzungsaufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	1,4	0,0	17,5	17,5	17,5
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.	0,1	0,0	1,4	0,3	2,2	3,8
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	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DSO		0	0	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.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9
Sonstige kurzfristige Investitionen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,2	0,3	0,3
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,1	0,0	1,1	0,1	1,0	2,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	0,1	1,4	1,9	18,4	20,2	21,9
PASSIVA							
Eigenkapital	EUR Mio.	0,1	1,2	1,8	16,2	17,2	18,8
EK-Quote	%	100,0%	88,0%	93,1%	88,3%	85,3%	85,7%
Grundkapital	EUR Mio.	0,1	1,2	1,2	1,9	1,9	1,9
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	0,2	0,2	13,5	13,5	13,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-/ Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	0,4	0,8	1,8
Bilanzgewinn/-verlust	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,6	0,4	1,0	1,5
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	1,8	2,5	2,6
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	1,8	2,5	2,6
Tage	EUR Mio.	0	0	0	39	35	31
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,1
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	0,1	1,4	1,9	18,4	20,2	21,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Normalisierte Bilanz, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
AKTIVA							
Langfristiges Vermögen	%	0,0%	99,2%	26,5%	98,1%	89,2%	82,5%
Ingangsetzungsaufwendungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Immaterielles Vermögen	%	0,0%	0,0%	13,0%	1,4%	1,3%	1,2%
Sachanlagevermögen	%	0,0%	0,0%	13,5%	1,5%	1,4%	1,3%
Beteiligungen	%	0,0%	99,2%	0,0%	95,3%	86,6%	79,9%
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	%	100,0%	0,8%	73,2%	1,9%	10,7%	17,5%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
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	%	0,0%	0,5%	0,4%	0,0%	4,5%	4,3%
Sonstige kurzfristige Investitionen	%	0,0%	0,0%	15,6%	1,1%	1,5%	1,4%
Liquide Mittel	%	100,0%	0,4%	57,3%	0,7%	4,8%	11,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
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	%	100,0%	88,0%	93,1%	88,3%	85,3%	85,8%
Grundkapital	%	100,0%	86,2%	62,4%	10,3%	9,4%	8,7%
Kapitalrücklage	%	0,0%	15,8%	11,4%	73,6%	66,9%	61,8%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinn-/ Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	-10,1%	2,0%	3,9%	8,3%
Bilanzgewinn/-verlust	%	0,0%	-14,0%	29,4%	2,3%	5,1%	7,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	0,9%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,2%	0,2%	0,0%	0,7%	0,8%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	0,0%	11,8%	1,8%	10,0%	12,5%	12,0%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	0,0%	0,2%	0,1%	9,8%	12,3%	11,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	2,3%	1,7%	0,2%	0,2%	0,2%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Unternehmen	%	0,0%	9,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	0,0%	0,0%	3,9%	1,6%	0,5%	0,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	1,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Cashflow-Statement, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,5	0,4	0,6	0,4	1,0	1,5
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,0	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.	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Steuerrückstellungen	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L	EUR Mio.	-0,5	0,0	-0,1	1,8	0,7	0,1
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,9	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-0,9	0,2	0,6	2,5	1,0	1,7
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	-1,4	1,4	-17,5	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,0	-0,6	0,1	-0,1	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	-0,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,6	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,9	-2,9	0,4	-17,5	-0,2	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	0,1	-2,6	1,1	-15,0	0,8	1,6
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	1,1	0,0	0,7	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	13,3	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Ausschüttungen an Anteilseigner	EUR Mio.	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,2	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-0,4	3,0	0,0	14,0	0,0	0,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-0,3	0,3	1,1	-1,0	0,8	1,6
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,0	-0,3	0,0	1,1	0,1	1,0
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	-0,3	0,0	1,1	0,1	1,0	2,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick I, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Key Data							
Umsatz	EUR Mio.	8,6	8,9	10,2	16,8	25,7	29,7
Rohertrag	EUR Mio.	2,9	2,8	3,2	3,5	5,0	5,7
EBITDA	EUR Mio.	0,8	0,8	1,0	0,7	1,5	2,2
EBIT	EUR Mio.	0,8	0,7	0,9	0,6	1,5	2,2
EBT	EUR Mio.	0,8	0,8	0,9	0,6	1,5	2,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,5	0,4	0,6	0,4	1,0	1,5
Anzahl Mitarbeiter		27	30	35	55	55	60
Je Aktie							
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	25,60	22,30	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	10,00	20,00	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	20,31	21,17	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	21,15	21,15	21,15	21,15
EPS	EUR	0,41	0,37	0,47	0,22	0,54	0,81
BVPS	EUR	0,10	1,02	1,49	8,53	9,07	9,88
CFPS	EUR	-0,72	0,18	0,54	1,31	0,52	0,89
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR						24,60
Performance bis Kursziel	%						16,3%
Profitabilitätskennzahlen							
EBITDA-Marge	%	9,5%	9,2%	9,7%	4,1%	5,9%	7,5%
EBIT-Marge	%	8,7%	8,1%	8,5%	3,8%	5,7%	7,3%
EBT-Marge	%	8,8%	8,6%	8,6%	3,9%	5,7%	7,4%
Netto-Marge	%	5,8%	5,1%	5,6%	2,5%	4,0%	5,2%
FCF-Marge	%	0,7%	-29,8%	10,8%	-89,4%	3,2%	5,5%
ROE	%	414,7%	36,6%	31,6%	2,6%	6,0%	8,2%
NWC/Umsatz	%	4,2%	0,0%	0,0%	-7,7%	-7,6%	-6,9%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	322	295	291	305	467	494
Pro-Kopf-EBIT	EURk	28,1	24,0	24,7	11,6	26,5	36,3
Capex/Umsatz	%	-0,9%	1,1%	3,8%	0,3%	0,2%	0,2%
Rohertragsprämie	%	4,0%	43,9%	60,1%	386,1%	392,9%	423,8%
Wachstumsraten							
Umsatz	%	-3,5%	2,9%	15,0%	64,4%	53,4%	15,4%
Rohertrag	%	10,7%	-3,2%	14,0%	10,7%	41,9%	14,9%
EBITDA	%	15,1%	0,4%	20,4%	-31,1%	121,8%	48,3%
EBIT	%	20,3%	-4,0%	19,8%	-25,9%	127,9%	49,3%
EBT	%	17,9%	0,4%	14,6%	-25,4%	125,9%	49,0%
Nettoergebnis	%	25,0%	-10,0%	26,4%	-25,4%	143,3%	49,0%
EPS	%	25,0%	-10,0%	26,4%	-52,9%	143,3%	49,0%
CFPS	%	n/a	n/a	200,9%	141,9%	-59,9%	70,1%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

Auf einen Blick II, 2013-18e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Bilanzkennzahlen							
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	1,4	0,5	18,0	18,0	18,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,1	0,0	1,4	0,3	2,2	3,8
Eigenkapital	EUR Mio.	0,1	1,2	1,8	16,2	17,2	18,8
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,2	0,1	2,2	3,0	3,1
EK-Quote	%	100,0%	88,0%	93,1%	88,3%	85,3%	85,7%
Gearing	%	-100,0%	-0,4%	-61,5%	-0,8%	-5,6%	-13,8%
Working Capital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-1,8	-2,5	-2,6
Capital Employed	EUR Mio.	0,4	0,0	0,0	-1,3	-2,0	-2,0
Asset Turnover	x	71,7	6,4	5,3	0,9	1,3	1,4
Enterprise Value							
Anzahl Aktien	Mio.	1.200	1.200	1.200	1.900	1.900	1.900
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	30,7	42,4	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	12,0	38,0	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	24,4	40,2	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	25,4	40,2	40,2	40,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,1	0,0	-1,1	-0,1	-1,0	-2,6
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.	0,0	-1,4	0,0	-17,5	-17,5	-17,5
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	29,6	24,7	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	10,9	20,4	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	23,3	22,6	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	24,3	22,5	21,7	20,1
Bewertungskennzahlen							
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	2,91	1,48	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	1,07	1,22	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	2,28	1,35	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	2,38	1,35	0,84	0,68
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	30,0	36,4	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	11,1	30,0	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	23,6	33,2	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	24,6	33,2	14,4	9,0
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	34,3	38,7	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	12,6	31,8	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	26,9	35,3	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	28,1	35,3	14,9	9,2
KGV Hoch	x	n/a	n/a	54,3	100,3	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	21,2	90,0	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	43,0	95,3	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	44,8	95,2	39,1	26,3
KCF Hoch	x	n/a	n/a	47,4	17,1	n/a	n/a
KCF Tief	x	n/a	n/a	18,5	15,3	n/a	n/a
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	37,6	16,2	n/a	n/a
KCF Schlusskurs	x	n/a	n/a	39,1	16,2	40,3	23,7
FCF-Yield	%	n/a	n/a	4,3%	-37,2%	2,1%	4,0%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

DCF-Modell

HGB (31.12.)		2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal year	
Nettumsatz	EUR Mio.	16,8	25,7	29,7	33,0	35,5	37,0	37,9	38,4	38,7	38,9	39,1	39,4	39,6	39,4	
Umsatzwachstum	%	64,4%	53,4%	15,4%	11,4%	7,5%	4,3%	2,3%	1,2%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
EBIT	EUR Mio.	0,6	1,5	2,2	2,9	3,7	4,4	5,1	5,7	6,3	6,9	7,6	8,2	8,8	7,9	
EBIT-Marge (Nettumsatz)	%	3,8%	5,7%	7,3%	8,8%	10,3%	11,8%	13,3%	14,8%	16,3%	17,8%	19,3%	20,8%	22,3%	20,0%	
Steuerquote (τ)	%	-35,5%	-30,2%	-30,1%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	
EBIT(1-τ)	EUR Mio.	0,4	1,0	1,5	2,1	2,7	3,2	3,7	4,2	4,6	5,1	5,5	6,0	6,5	5,7	
Investitionen (Capex, M&A, WC)	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	
FCFF	EUR Mio.	0,2	0,9	1,4	2,1	2,6	3,2	3,7	4,1	4,6	5,1	5,5	6,0	6,5	5,1	
WACC	%	10,4%	10,4%	10,4%	9,9%	9,4%	9,0%	8,5%	8,0%	7,5%	7,0%	6,6%	6,1%	5,6%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	90,6%	82,0%	74,6%	68,2%	62,6%	57,7%	53,4%	49,7%	46,4%	43,5%	41,1%	38,9%	43,5%	
PV FCFF	EUR Mio.	0,2	0,8	1,2	1,5	1,8	2,0	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	0,0	
Terminal Cashflow	EUR Mio.	5,1														
Terminal Cost of Capital	%	5,6%														
Terminal value	EUR Mio.	64,1														
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	27,9														
Barwert Detailplanungsphase	EUR Mio.	2,2														
Barwert Grobplanungsphase	EUR Mio.	16,7														
Summe Barwerte	EUR Mio.	46,8														
Wert Operative Assets	EUR Mio.	46,8				Langfristige Wachstumsrate										
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0				EUR	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%			
Cash	EUR Mio.	0,0				17,0%	22,30	22,40	22,40	22,40	22,40	22,50	22,50			
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	46,8				18,0%	23,10	23,10	23,10	23,20	23,20	23,20	23,20			
Anzahl Aktien	Mio.	1,9				TV-	19,0%	23,80	23,80	23,90	23,90	23,90	23,90	24,00		
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	24,60				EBIT-	20,0%	24,50	24,60	24,60	24,60	24,70	24,70	24,70		
Aktueller Kurs	EUR	21,15				Marge	21,0%	25,30	25,30	25,30	25,40	25,40	25,40	25,40		
Kurspotenzial	%	16,3%				22,0%	26,00	26,00	26,10	26,10	26,10	26,10	26,20			
						23,0%	26,70	26,80	26,80	26,80	26,90	26,90	26,90			

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



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)
10.02.2016	EUR 24,60	Buy	1; 2; 8
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.