

ULF VAN LENGERICH
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

KLAUS SCHLOTE
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

OLIVER LUCKENBACH
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653
OLUCKENBACH@SOLVENTIS.DE

DENNIS WATZ
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 652
DWATZ@SOLVENTIS.DE

Bastei Lübbe AG

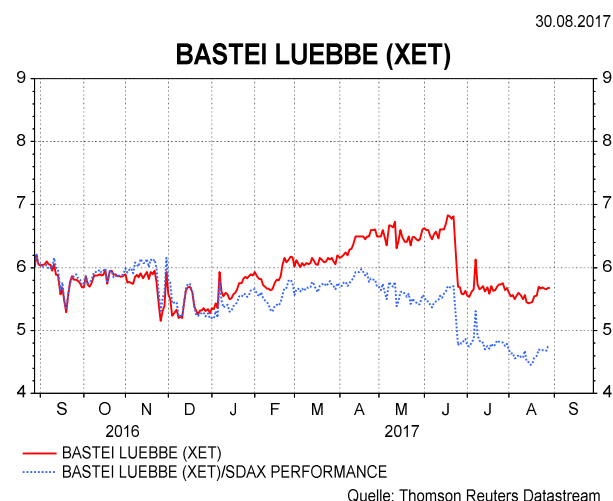
Q1: Guter Start in das Geschäftsjahr 2017/18 – Computerspieltöchter Daedalic mit deutlichem Umsatz- und Ergebnissprung – Guidance bestätigt

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	10 € (10 €)
Kurs (29.08.2017)	5,68 €
ISIN	DE000A1X3YY0
Marktkapitalisierung (Mio. €)	75,5
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	13,3
Marktsegment	Prime Standard
Homepage:	www.luebbe.de

Kennzahlen	Gj.-Ende: 31.03.			
	16/17	17/18e	18/19e	19/20e
Umsatz (Mio. €)	146,3	162	165	170
EBIT (Mio. €)	-0,4	12,3	12,7	13,6
EBIT-Marge	-0,2%	7,6%	7,7%	8,0%
EBITDA (Mio. €)	5,1*	16,9	17,8	18,9
EBITDA-Marge	3,5%	10,5%	10,8%	11,1%
Ergebnis je Aktie (€)	-0,16	0,47	0,52	0,56
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,20	0,25	0,30
Buchwert je Aktie (€)	3,83	4,30	4,62	4,93
KGW	neg.	12,1	11,0	10,2
Kurs/Buchwert	1,6	1,3	1,2	1,2
EV/EBIT	neg.	9,8	9,2	8,2
EV/EBITDA	26,0	7,1	6,5	5,9
EV/Umsatz	0,9	0,7	0,7	0,7
Dividendenrendite	0,0%	3,5%	4,4%	5,3%

* Bereinigt um Sondereffekte: 11,6 Mio. € (Vj. 9,4 Mio. €)



Bastei Lübbe ist gut in das Geschäftsjahr 2017/18 (Gj.-Ende: 31.03.) gestartet. Der Umsatz stieg im Q1 bereinigt um den aufgegebenen Geschäftsbereich „Non-Book“ (Räder) um 12,3% auf 27,5 Mio. €. Das EBITDA verbesserte sich von -1,0 Mio. € im Vorjahresquartal auf 0,7 Mio. €. Insbesondere der Digitalbereich entwickelte sich sehr positiv mit einem Umsatzplus von 84% auf 2,8 Mio. € und einem EBITDA von 0,8 Mio. € (Vj. -0,1 Mio. €). Treiber war die Spieltöchter Daedalic. Die Prognose für das Geschäftsjahr 2017/18 mit Umsatzerlösen von rd. 160 Mio. € und einem EBITDA von 14 - 17 Mio. € wurde bestätigt. Wir empfehlen die Bastei Lübbe-Aktie weiter zum Kauf mit Kursziel 10 €.

Die Spieltöchter *Daedalic* entwickelt sich aktuell sehr positiv. Mit „Shadow Tactics“ und „The Long Journey Home“ hat das Unternehmen zwei sehr erfolgreiche Spiele veröffentlicht, die auch in den nächsten Quartalen starke Verkaufszahlen liefern dürften. Hinzu kommt das kürzlich veröffentlichte Spiel zu Ken Follett's „Säulen der Erde“ und die auf der Gamescom präsentierten Spiele „State of Mind“ und „Aer“.

Enttäuschend verlief das Q1'2017/18 bei *BuchPartner*. Der Umsatz sank um 45,5% auf 4,5 Mio. € und das EBITDA von -0,6 Mio. € auf -1,5 Mio. €. Hauptgründe waren eine im Aktionsgeschäft gestiegene Retourenquote und der Flächenrückbau bei einem Handelspartner. *BuchPartner* hat Maßnahmen gegen die außerordentlich hohe Retourenquote ergriffen und das margenschwache Aktionsgeschäft zurückgefahren. Im Fokus steht der Ausbau des regulären, margenstarken Regalverkaufs von Hardcover und Taschenbüchern. Positive Effekte wird der Flächenausbau um 1.200 Rewe-Märkte haben. Insofern rechnen wir bei *BuchPartner* in den nächsten Quartalen mit einer positiven Entwicklung.

Mit Ken Follett und Dan Brown veröffentlichen zwei herausragende Top-Autoren im September bzw. Oktober ihre neuen Romane im Bastei Lübbe Verlag. Dies wird bereits ab dem Q2 zu starken Zahlen im Buch-Segment führen. Mit jedem dieser Autoren erzielt Bastei Lübbe Umsatzerlöse von deutlich mehr als 10 Mio. €. Die Vorfinanzierung der Blockbuster im Herbst ist durch eine Saisonlinie der Konsortialbanken von bis zu 10 Mio. € gesichert.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 11.

Q1' 2017/18: Guter Jahresauftakt

Bastei Lübbe erzielte im Q1'2017/18 (01.04.-30.06.2017) einen Umsatz von 27,5 Mio. € (Vj. 27,8 Mio. €). Bereinigt um den aufgegebenen Geschäftsbereich „Non-Book“ (Räder) stieg der Umsatz um 12,3%.

Das EBITDA verbesserte sich auf 0,7 Mio. € (Vj. -1,0 Mio. €) bzw. erhöhte sich bereinigt um den Bereich „Non-Book“ um 1,8 Mio. €. Die EBITDA-Marge stieg von -3,6% (bereinigt: -4,1%) im Vorjahr auf 2,5% (bereinigt: 3,0%). Das EBIT belief sich auf -0,8 Mio. € (Vj. -2,0 Mio. €). Die EBIT-Marge verbesserte sich von -7,4% im Vorjahr auf -3,0%.

Das Finanzergebnis lag bei -0,4 Mio. € (Vj. -0,5 Mio. €). Das EBT belief sich auf -1,2 Mio. € nach -2,5 Mio. € im Vorjahr.

Das Periodenergebnis verbesserte sich auf -1,1 Mio. € (Vj. -1,7 Mio. €). Nach Minderheiten lag das Periodenergebnis bei -0,4 Mio. € (Vj. -1,6 Mio. €) bzw. -0,03 € je Aktie (Vj. -0,12 €).

Geschäftsentwicklung nach Segmenten

Bastei Lübbe unterteilt seine Geschäftstätigkeit in die vier Segmente **Buch, Retail, Digital, Romanhefte und Rätselmagazine**.

Die Entwicklung der einzelnen Geschäftsfelder im Q1'2017/18 wird im Folgenden näher erläutert.

Buch

Das Segment **Buch** umfasst das Kerngeschäft von Bastei Lübbe und beinhaltet alle Druckerzeugnisse und seit diesem Geschäftsjahr auch die Umsätze mit digitalen eBook- und Audio-Erzeugnissen.

Im Segment **Buch** stiegen die Umsatzerlöse von 12,5 Mio. € auf 17,8 Mio. €. Einen wesentlichen Einfluss auf den Umsatzanstieg hat das übernommene Label LYX mit 2,5 Mio. € (Vj. 0,1 Mio. €). Zudem entwickelte sich der Kinder- und Jugendbuchbereich sehr positiv mit einem Umsatzplus von 1,2 Mio. €. Das Segment EBITDA stieg von -0,6 Mio. € auf 1,2 Mio. €.

Retail

Im Segment **Retail** wird die 51-%ige Beteiligung an der *BuchPartner GmbH* konsolidiert. *BuchPartner* ist Deutschlands führender Großhändler für Bücher im Lebensmitteleinzelhandel. Zu den Kunden von *BuchPartner* gehören nahezu alle großen Konzerne des Lebensmitteleinzelhandels.

Der Umsatz im Segment **Retail** reduzierte sich deutlich um 45,5% auf 4,5 Mio. € (Vj. 8,2 Mio. €). Gründe für den starken Rückgang waren eine im Aktionsgeschäft stark gestiegene Retourenquote und der Flächenrückbau eines Handelspartners. In Folge des Umsatzrückgangs sank das EBITDA von -0,6 Mio. € auf -1,5 Mio. €.

Digital

Das Segment **Digital** setzt sich aus den digitalen Beteiligungen *Daedalic*, *oolipo*, *BookRix* sowie *BEAM shop* zusammen. Die digitalen Umsätze der Bastei Lübbe AG (eBooks, Audios) werden ab dem Geschäftsjahr 2017/18 dem Segment Buch zugewiesen.

Die Umsatzerlöse im Segment **Digital** stiegen im Q1'2017/18 um 84,3% auf 2,8 Mio. €. Treiber für den Umsatzsprung war die Spieletochter Daedalic mit erfolgreichen Releases wie „Shadow Tactics“ und „The Long Journey Home“. Das EBITDA lag bei 0,8 Mio. € nach einem nur fast ausgeglichenen Ergebnis im Vorjahresquartal. Die EBITDA-Marge erreichte ein gutes Niveau von 28,6%.

Romanhefte und Rätselmagazine

Das Segment **Romanhefte und Rätselmagazine** beinhaltet Romanhefte wie bspw. „Jerry Cotton“ und „John Sinclair“ sowie eine Vielzahl von Rätselmagazinen.

Der Umsatz in diesem Segment lag mit 2,5 Mio. € um 3,5% über dem Vorjahresquartal. Das EBITDA stieg von 0,3 Mio. € im Vorjahr auf 0,4 Mio. €. Das entspricht einer guten EBITDA-Marge von rund 16%. Damit bestätigte die Sparte wie in den Vorquartalen ihre stabilen Umsatz- und Ertragszahlen.

Prognose für das Geschäftsjahr 2017/18 bestätigt

Das Management von Bastei Lübbe hat mit den Q1'Zahlen 2017/18 die Guidance für das Gesamtjahr bestätigt. Bei **Umsatzerlösen** im Bereich von rund **160 Mio. €** (Vj. 146,3 Mio. €) soll das EBITDA auf **14 - 17 Mio. €** (2016/17: 5,4 Mio. € bzw. 11,6 Mio. € bereinigt) steigen.

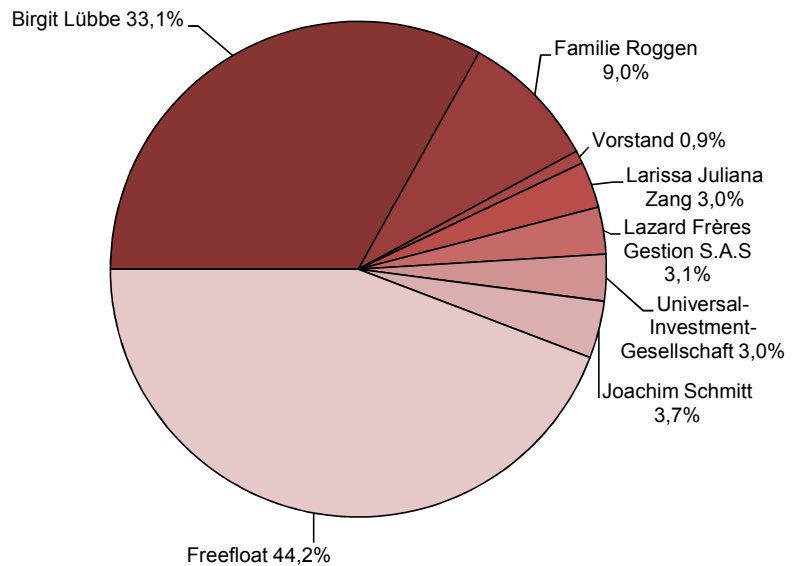
Zu der positiven EBITDA-Entwicklung sollen sämtliche vollkonsolidierten Tochtergesellschaften mit Ausnahme der Startups *oolipo AG* und *BEAM Shop GmbH* beitragen.

Das EBITDA im Segment **Buch** wird aufgrund der Bestseller deutlich steigen, ebenso im Bereich **Digital** (v.a. *Daedalic*). Auch im Segment **Retail** ist trotz des schlechten ersten Quartals durch die Flächenerweiterung mit einer positiven EBITDA-Entwicklung zu rechnen. Das EBITDA im Bereich **Romanhefte und Rätselmagazine** soll im Vergleich zum Vorjahr konstant bleiben.

Aktionärsstruktur

Die folgende Abbildung zeigt die aktuelle Aktionärsstruktur der Bastei Lübbe AG.

Bastei Lübbe: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, Bastei Lübbe AG

Birgit Lübbe (Witwe von Verlagserbe Stefan Lübbe) ist mit einem Stimmrechtsanteil von 33,1% die Mehrheitsaktionärin von Bastei Lübbe. Weitere Anteile liegen bei der Familie Roggen (9,0%), dem Familienzweig von Stefan Lübbes Schwester Cornelia. 3,0% liegen bei der Tochter von Stefan Lübbe, Larissa Juliana Zang.

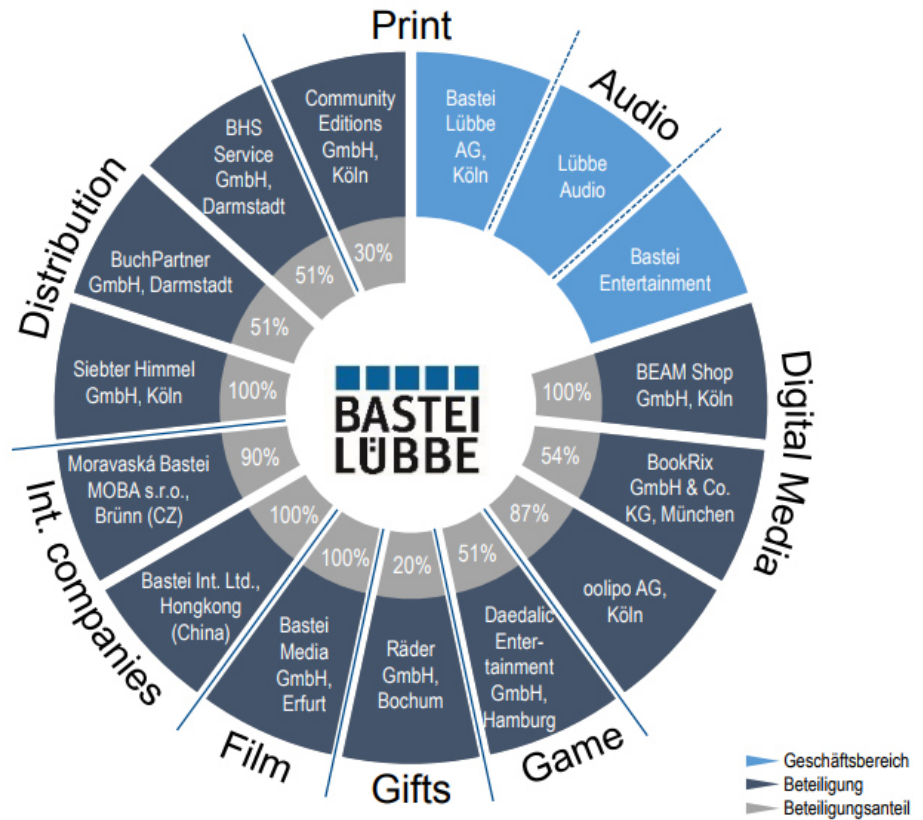
Beteiligt sind zudem die Finanzinvestoren Lazard Frères (3,1%) und Universal-Investment-Gesellschaft (3,0%). Die Allianz SE ist am 19.05.2017 unter die Schwelle von 3% (vorherige Meldung: 9,8%) gegangen und dürfte mittlerweile u.E. keine Aktien mehr halten. Der Vorstand ist mit 0,9% am Unternehmen beteiligt. Der Streubesitz beträgt 44,2%.

Seit dem Börsengang im Oktober 2013 (IPO-Preis 7,50 €) sind die Bastei Lübbe-Aktien im Prime Standard der Frankfurter Börse notiert. Das tägliche Handelsvolumen liegt bei ca. 17 Tsd. Aktien (6-Monats-Durchschnitt).

Unternehmensstruktur

Die folgende Abbildung zeigt die diversen Geschäftsbereiche und Beteiligungen (inkl. Anteilshöhen) der Bastei Lübbe Gruppe auf einen Blick.

Bastei Lübbe: Unternehmensstruktur auf einem Blick



Quelle: Bastei Lübbe AG

Bewertung

Peer-Group-Vergleich

Bastei Lübbe verfügt an der deutschen Börse als Medienhaus rund um das Thema Buch über ein Alleinstellungsmerkmal. Für den Peer-Group-Vergleich ziehen wir Medienunternehmen aus den Bereichen TV, Internet und Presse heran.

Bastei Lübbe: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs in €	KGV			EV/EBITDA		EV/EBIT		Ebit-Marge		Kurs/Buchwert		EV/Sales	
		2017	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Axel Springer SE	51,37	13,0	19,6	18,1	10,1	9,1	13,8	12,1	13,8%	14,7%	2,4	2,4	1,9	1,8
RTL Group SA	62,22	13,3	12,6	12,2	7,1	6,7	8,3	7,9	18,7%	18,6%	3,0	2,8	1,5	1,5
Pearson PLC	6,61	neg.	12,7	12,3	8,7	8,1	10,9	14,4	11,7%	8,6%	1,1	1,1	1,3	1,2
Prosiebensat 1 Media SE	27,94	13,7	11,6	10,9	7,6	7,3	9,3	8,9	21,1%	20,8%	4,4	4,1	2,0	1,8
Schibsted ASA	19,46	86,0	45,4	25,8	17,4	12,8	17,7	15,7	14,9%	15,3%	3,4	3,1	2,6	2,4
Tamedia AG	131,24	14,2	16,4	15,3	6,9	6,4	10,7	9,5	13,7%	14,6%	0,9	0,9	1,5	1,4
Edel AG	2,49	16,6	14,7	12,5	9,0	6,8	12,4	12,4	4,9%	4,8%	1,8	1,7	0,6	0,6
Durchschnitt (ungewichtet)		28,0	19,7	15,8	9,7	8,4	11,8	11,4	15,6%	15,4%	2,5	2,4	1,8	1,7
MEDIAN		14,0	14,7	12,5	8,7	7,3	10,9	12,1	13,8%	14,7%	2,4	2,4	1,5	1,5
Bastei Luebbe AG	5,68	neg.	10,7	8,7	6,5	5,4	8,4	6,8	8,3%	9,2%	1,4	1,3	0,7	0,6
Abweichung vom Median		n.a.	-26,7%	-30,6%	-25,6%	-25,8%	-22,9%	-43,9%	-39,9%	-37,8%	-42,0%	-46,6%	-55,1%	-57,5%

Quelle: Thomson Reuters, Solventis Research

Die Bastei Lübbe-Aktie ist bei sämtlichen Bewertungs-Multiples günstiger bewertet als die Peers. Allerdings ist die EBIT-Marge von Bastei Lübbe signifikant unter dem Niveau der Wettbewerber. Hier rechnen wir in der Zukunft mit einer Steigerung, so dass sich der Bewertungsabschlag verkleinern sollte.

DCF-Modell

Wir haben unser DCF-Modell für die Bewertung der Bastei Lübbe-Aktie nicht geändert (vgl. Studie vom 14.08.2017). Die Details zum DCF-Modell finden sich auf der Seite 10.

Die Umsätze lassen wir ab 2018/19 jährlich in einer Spanne von 2 - 3% wachsen. Bei der EBIT-Marge rechnen wir vorsichtig nur mit einer leichten Steigerung auf 8,0%. Auch im Terminal Value setzen wir die EBIT-Marge auf 8,0%. Mit unseren Planzahlen errechnet sich für die Bastei Lübbe-Aktie ein fairer Wert von **10,17 €**.

Fazit: Bastei Lübbe-Aktie weiter deutlich unterbewertet

Die Bastei Lübbe-Aktie ist günstig bewertet. Mit unserem DCF-Modell errechnet sich unverändert ein fairer Wert von 10,17 € je Aktie. Auch der Peer-Group-Vergleich deutet auf eine Unterbewertung der Aktie hin, wenngleich die EBIT-Marge dem Wettbewerb noch deutlich hinterher läuft. Mit der erwarteten steigenden Profitabilität von Bastei Lübbe dürfte der Bewertungsabschlag jedoch sukzessive abgebaut werden. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Bastei Lübbe-Aktie mit Kursziel **10 €**. Das Kurspotential liegt bei fast 80%.

Finanzkalender 2017/2018

- 21.11.2017: Halbjahresfinanzbericht zum 30.09.2017 (HJ1)
- 22.11.2017: Hauptversammlung
- 27. - 29.11.2017: Eigenkapitalforum, Frankfurt am Main
- 21.02.2018: Quartalsmitteilung (Q3)

Bastei Lübbe: GuV (in Tsd. €)

	2016/17	yoy	2017/18e	yoy	2018/19e	yoy	2019/20e	yoy
Umsatz	146.289	43,5%	162.000	10,7%	165.000	1,9%	170.000	3,0%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	3.436	523,6%	3.805	10,7%	3.875	1,9%	3.993	3,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	3.528	20,5%	1.076	-69,5%	1.076	0,0%	1.076	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	2.694	219,2%	1.855	-31,1%	1.845	-0,6%	1.854	0,5%
Materialaufwand	83.734	78,4%	92.727	10,7%	94.444	1,9%	97.306	3,0%
Rohergebnis nach GKV	72.213	21,7%	76.009	5,3%	77.352	1,8%	79.617	2,9%
Personalaufwand	30.640	27,6%	33.931	10,7%	34.559	1,9%	35.606	3,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	5.435	40,5%	4.634	-14,7%	5.100	10,1%	5.300	3,9%
sonstige betriebliche Aufwendungen	36.494	25,8%	25.133	-31,1%	24.988	-0,6%	25.110	0,5%
EBITDA	5.079	-19,5%	16.946	233,6%	17.805	5,1%	18.900	6,1%
EBITDA-Marge	3,47%	-2,7 pp	10,46%	7,0 pp	10,79%	0,3 pp	11,12%	0,3 pp
EBIT	-356	n.m.	12.312	n.m.	12.705	3,2%	13.600	7,0%
EBIT-Marge	-0,24%	-2,6 pp	7,60%	7,8 pp	7,70%	0,1 pp	8,00%	0,3 pp
Erträge aus Beteiligungen	349	-18,3%	50	-85,7%	50	0,0%	50	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	312	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	112	8,7%	8	-92,7%	13	57,4%	17	32,6%
Zinsaufwand	3.002	24,2%	1.700	-43,4%	1.500	-11,8%	1.500	0,0%
Finanzergebnis	-2.853	-51,1%	-1.642	42,5%	-1.437	12,5%	-1.433	0,3%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	-3.209	n.m.	10.670	n.m.	11.268	5,6%	12.167	8,0%
EBT-Marge	-2,19%	-2,7 pp	6,59%	8,8 pp	6,83%	0,2 pp	7,16%	0,3 pp
Steuern	-317	n.m.	3.414	n.m.	3.380	-1,0%	3.650	8,0%
Steuerquote	9,88%	-140,6 pp	32,00%	22,1 pp	30,00%	-2,0 pp	30,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	-2.892	n.m.	7.256	n.m.	7.888	8,7%	8.517	8,0%
Anteile Dritter	-783	n.m.	1.000	n.m.	1.000	0,0%	1.080	8,0%
Konzernjahresüberschuss	-2.109	n.m.	6.256	n.m.	6.888	10,1%	7.437	8,0%
Anzahl Aktien zum 29.08.17 (Mio.)	13,30	0,0%	13,30	0,0%	13,30	0,0%	13,30	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	-0,16	n.m.	0,47	n.m.	0,52	10,1%	0,56	8,0%

Quelle: Solventis Research, Bastei Lübbe AG

Bastei Lübbe: Bilanz (in Tsd. €)

	2016/17	yoy	2017/18e	yoy	2018/19e	yoy	2019/20e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	1.203	102,9%	6.395	431,6%	10.589	65,6%	14.779	39,6%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	19.564	7,1%	21.665	10,7%	22.066	1,9%	22.735	3,0%
Vorräte	30.178	48,4%	33.419	10,7%	34.038	1,9%	35.069	3,0%
Finanzielle Vw	3.738	-18,3%	3.738	0,0%	3.738	0,0%	3.738	0,0%
Sonstige F und Vw	977	-26,5%	977	0,0%	977	0,0%	977	0,0%
Steuerforderungen	410	n.m.	410	0,0%	410	0,0%	410	0,0%
Summe Umlaufvermögen	56.070	24,3%	66.604	18,8%	71.818	7,8%	77.708	8,2%
Sachanlagen	3.547	10,6%	3.913	10,3%	3.813	-2,6%	3.513	-7,9%
Immaterielle Vermögenswerte	39.934	24,7%	39.934	0,0%	39.934	0,0%	39.934	0,0%
Autorenlizenzen	37.376	38,9%	37.376	0,0%	37.376	0,0%	37.376	0,0%
Finanzielle Vw	4.380	201,2%	4.380	0,0%	4.380	0,0%	4.380	0,0%
Latente Steuern	3.139	56,8%	3.139	0,0%	3.139	0,0%	3.139	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	1.135	6,2%	1.135	0,0%	1.135	0,0%	1.135	0,0%
Summe Anlagevermögen	89.511	34,3%	89.877	0,4%	89.777	-0,1%	89.477	-0,3%
Summe Aktiva	145.581	30,2%	156.481	7,5%	161.595	3,3%	167.185	3,5%
Vermögen nicht fortgeführte Aktivitäten	470	n.m.	470	0,0%	470	0,0%	470	0,0%
Bilanzsumme	146.051	30,7%	156.951	7,5%	162.065	3,3%	167.655	3,4%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	13.200	0,0%	13.200	0,0%	13.200	0,0%	13.200	0,0%
Kapitalrücklage	26.804	2,8%	26.804	0,0%	26.804	0,0%	26.804	0,0%
Gewinnrücklagen	3.847	-47,1%	7.443	93,5%	11.005	47,9%	14.452	31,3%
Kumuliertes übriges comprehensive income	0	0,0%	2.660	n.m.	3.325	25,0%	3.990	20,0%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	43.851	-5,8%	50.107	14,3%	54.334	8,4%	58.446	7,6%
Anteile in Fremdbesitz	7.143	128,8%	7.143	0,0%	7.143	0,0%	7.143	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	50.994	2,6%	57.250	12,3%	61.477	7,4%	65.589	6,7%
Langfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	151	15,3%	167	10,7%	170	1,9%	175	3,0%
Finanzverbindlichkeiten	34.437	n.m.	34.437	0,0%	34.437	0,0%	34.437	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	4.271	86,8%	4.730	10,7%	4.817	1,9%	4.963	3,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	1.854	-21,2%	2.053	10,7%	2.091	1,9%	2.155	3,0%
Summe langfristige Schulden	40.713	753,5%	41.387	1,7%	41.516	0,3%	41.730	0,5%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	7.005	5,7%	7.757	10,7%	7.901	1,9%	8.140	3,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	28.370	137,0%	31.417	10,7%	31.999	1,9%	32.968	3,0%
Finanzverbindlichkeiten	16.867	-51,5%	16.867	0,0%	16.867	0,0%	16.867	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	175	-93,0%	194	10,7%	197	1,9%	203	3,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	1.416	-3,3%	1.568	10,7%	1.597	1,9%	1.646	3,0%
Summe Kurzfristige Schulden	53.833	-6,1%	57.803	7,4%	58.561	1,3%	59.825	2,2%
Summe Passiva	145.540	30,2%	156.440	7,5%	161.554	3,3%	167.144	3,5%
Schulden nicht fortgeführte Aktivitäten	511	n.m.	511	0,0%	511	0,0%	511	0,0%
Bilanzsumme	146.051	30,7%	156.951	7,5%	162.065	3,3%	167.655	3,4%

Quelle: Solventis Research, Bastei Lübbe AG

DCF-Modell (in Tsd. €)

	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e	2019/20e	2020/21e	2021/22e	Terminal Value
Umsatz	146.289	162.000	165.000	170.000	175.100	180.353	183.960	
Veränderung in %	43,5%	10,7%	1,9%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	
EBITDA	5.079	16.946	17.805	18.900	19.614	19.999	20.252	
EBITDA-Marge	3,5%	10,5%	10,8%	11,1%	11,2%	11,1%	11,0%	
EBIT	-356	12.312	12.705	13.600	14.008	14.428	14.717	
EBIT-Marge	-0,2%	7,6%	7,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
NOPLAT	-321	8.372	8.894	9.520	9.806	10.100	10.302	10.472
Reinvestment Rate	643,9%	28,6%	3,8%	4,5%	1,4%	1,9%	-0,1%	9,0%
FCFF	1.745	5.977	8.555	9.090	9.666	9.903	10.310	221.879
WACC	5,91%	5,63%	5,78%	5,89%	5,98%	6,05%	6,12%	5,49%
Kumuliertes WACC		105,63%	111,73%	118,31%	125,39%	132,97%	141,12%	148,87%
Barwerte der FCFF		5.659	7.657	7.683	7.709	7.447	7.306	149.042
Summe Barwerte FCFF	43.461							
Barwert Terminal Value	149.042							
in % des Unternehmenswertes	77,4%							
Wert des Unternehmens	192.503							
Netto-Finanzschulden	50.101							
Wert Verlustvortrag	0							
Minderheiten	7.143							
Beteiligungen	0							
Wert des Eigenkapitals	135.258,8							
Wert pro Aktie	10,17							

Quelle: Solventis Research

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmisbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben

a) Erstmalige Veröffentlichung: **30.08.2017**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: regelmäßig

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten - im gesetzlich zulässigen Rahmen - zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.

Die Solventis Beteiligungen GmbH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
2. sind im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH

Sitz: Mainz; HRB 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

Ulf van Lengerich, Senior Analyst

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplatzierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode bestehen deutliche Risiken, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Reuters u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Beteiligungen GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG und den Rechtsakten der EU/ESMA auf Basis der Marktmissbrauchsverordnung.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.