

# Surteco Group SE

Reuters: SURG.DE

Bloomberg: SUR GY

## Maßnahmenpaket belastet Ertragslage in 2019e

Surteco hat gestern ein Maßnahmenpaket zur Ergänzung und Unterstützung der bereits seit einigen Monaten angestoßenen Effizienz- und Kostensenkungsmaßnahmen bekannt gegeben. Dieses zielt vor allem auf das Hauptsegment Decoratives ab, wo Surteco Kantenbänder auf Papier- und Kunststoffbasis, Finishfolien auf Papierbasis, Dekorative Drucke und Trennpapiere produziert und vertreibt. Während in Deutschland 175 Arbeitsplätze wegfallen, um die Wettbewerbsfähigkeit der Standorte zu erhöhen, werden die defizitären Vertriebsgesellschaften in Spanien und der Türkei in den kommenden Monaten geschlossen.

In Verbindung mit den sich daraus ergebenden Sonderabschreibungen auf Anlagen und Bestände wird das Ergebnis des laufenden Geschäftsjahres laut Angabe um voraussichtlich EUR 15 bis 20 Mio. belastet. Die ursprüngliche Managementprognose für das um Sonderaufwendungen bereinigte operative Ergebnis (EBIT) in Höhe von EUR 38 bis 40 Mio. wurde jedoch bestätigt. Aufrechterhalten wurde auch die Aussage einer mittelfristig zu erreichenden EBIT-Bandbreite zwischen EUR 55 und 65 Mio.

Unverändert rechnen wir in den kommenden Jahren aufgrund der angestoßenen Effizienzsteigerungsprogramme und infolge tendenziell sinkender Einkaufspreise für technische Rohpapiere mit einem deutlichen Ergebnisanstieg. Dabei haben wir den Stellenabbau und die Schließung der defizitären Landesgesellschaften in unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen eingearbeitet und errechnen aus unserem dreiphasigen DCF-Entity-Modell (Base-Case-Szenario) inklusive der dadurch notwendigen Anpassung der bewertungsrelevanten Risikoparameter (PD im Terminal Value und CDS-Prämie für das verzinsliche Fremdkapital) ein Kursziel von EUR 33,50 je Aktie. Deutlich höhere Kursziele lassen sich dagegen aus einem Dividend Discount-Modell (EUR 45,50) und einem Economic Profit-Wertschöpfungsmodell (EUR 45,30) ableiten, die wir als Sekundärbewertungsmethodik zur Überprüfung der Ergebnisse des DCF-Modells verwenden. Angesichts eines von uns auf Sicht von zwölf Monaten erwarteten Kurssteigerungspotenzials im Base-Case-Szenario von 45,7% bekräftigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der Surteco Group SE.

**Rating:** Buy **Risiko:** Niedrig  
**Kurs:** EUR 23,00  
**Kursziel:** EUR 33,50 (bisläng EUR 36,60)

**WKN / ISIN:** DE0005176903 / 517690

**Indizes:** SDAX, CDAX, Prime All-Share

**Transparenzlevel:** Prime Standard

**Gewichtete Anzahl Aktien:** 15,5 Mio.

**Marktkapitalisierung:** EUR 356,6 Mio.

**Handelsvolumen/Tag:** ~10.000 Stück

**Jahresabschluss 2019:** Vorauss. März 2020

EUR Mio. (31.12.)	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	699,0	676,4	652,2	653,0
EBITDA	72,8	82,9	90,8	96,1
EBIT	32,2	39,7	48,1	53,8
EBT	27,1	17,4	45,1	50,8
EAT	18,9	12,0	32,9	37,1

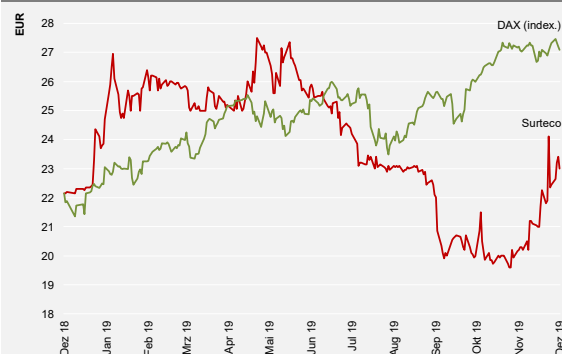
% der Umsätze	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	10,4%	12,3%	13,9%	14,7%
EBIT	4,6%	5,9%	7,4%	8,2%
EBT	3,9%	2,6%	6,9%	7,8%
EAT	2,7%	1,8%	5,0%	5,7%

Je Aktie (EUR)	2018	2019e	2020e	2021e
EPS	1,20	0,99	1,90	2,12
Dividende	0,55	0,75	0,95	1,05
Buchwert	22,57	23,01	24,16	25,33
Cashflow	3,91	5,36	5,75	5,81

%	2018	2019e	2020e	2021e
EK-Quote	41,8%	45,8%	49,7%	53,0%
Gearing	55,9%	50,0%	38,2%	29,0%

X	2018	2019e	2020e	2021e
KGV	18,6	23,2	12,1	10,9
EV/Umsatz	0,80	0,81	0,79	0,75
EV/EBIT	17,4	13,8	10,7	9,1
KBV	1,0	1,0	1,0	0,9

EUR Mio.	2019e	2020e	2021e
Guidance: Umsatz	655-685	n/a	n/a
Guidance: EBIT (adj.)	38-40	n/a	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

**Peter Thilo Hasler, CEFA**

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

**Bestätigung der Guidance 2019e**

Die für das laufende Geschäftsjahr 2019e ausgesprochene Management-Guidance wurde bestätigt. Weiterhin rechnet der Vorstand mit einem um Sondereffekte bereinigten operativen Ergebnis zwischen EUR 38 und 40 Mio. Gegenüber 2018, als ein restrukturierungsbelastetes EBIT in Höhe von EUR 32,2 Mio. bzw. ein EBIT vor Sondereffekten in Höhe von EUR 38,3 Mio. erwirtschaftet worden war, entspricht dieses Ertragsziel auf Basis der bereinigten Zahlen einem unveränderten bzw. einem leichten Anstieg des EBIT.

**TABELLE 1: MANAGEMENT-GUIDANCE 2019E**

		2018*	2019e	Kommentar
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>699,0</b>	<b>655-685</b>	Nach Berücksichtigung der anteiligen Erlöse aus dem Verkauf des US-Imprägniergeschäfts in Höhe von EUR 15 Mio.
SGE Decoratives	EUR Mio.	519,1	↔	
SGE Profiles	EUR Mio.	113,8	↔	
SGE Technicals	EUR Mio.	87,6	↓	Nach Verkauf des US-Imprägniergeschäfts deutlich unter Vorjahr
Überleitung	EUR Mio.	-21,5	n/a	
<b>EBIT adj.</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>32,2</b>	<b>38-40</b>	Verkauf des US-Imprägniergeschäfts ohne Auswirkungen auf das EBIT. Adjustiert um Sondereffekte aus dem Personalabbau in Deutschland und die Schließung der Vertriebsgesellschaften in Spanien und der Türkei.
EBIT-Marge	%	4,6%	5,4%-6,0%	
SGE Decoratives	EUR Mio.	25,5	↑	2018 Belastungen aus Rückstellungen in Höhe von EUR 5,4 Mio.
SGE Profiles	EUR Mio.	9,3	↔	
SGE Technicals	EUR Mio.	3,9	↔	2018 Belastungen aus Rückstellungen in Höhe von EUR 0,7 Mio.
Überleitung	EUR Mio.	-6,6	n/a	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

\* PRO FORMA-ZAHLEN

**Ermittlung eines Kursziels von EUR 33,50**

Wir haben unser dreistufiges Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) überarbeitet und errechnen einen Enterprise Value in Höhe von EUR 717,5 Mio. Abzüglich der Nettoverschuldung in Höhe von EUR 197,5 Mio. ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 520,0 Mio. Bei 15,5 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 33,50 je Aktie.

Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 23,00 errechnet sich aus dem von uns ermittelten Wert des Eigenkapitals eine auf Sicht von zwölf Monaten erwartete Kurssteigerung von 45,7%. Wir bestätigen dementsprechend unser Buy-Rating für die Aktien der Surteco Group SE.

In nachstehender Tabelle haben wir die Ergebnisse unserer DCF-Bewertung zusammengefasst:

**TABELLE 2: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

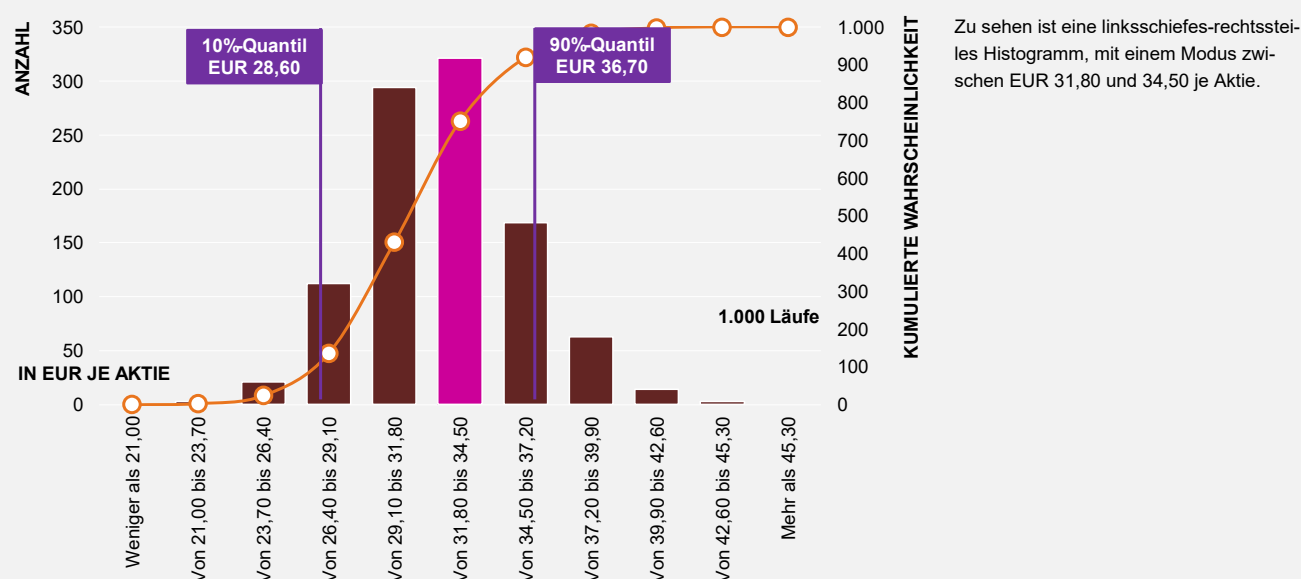
			Kommentar
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	1,9%	Synthetisches A- Rating mit 10% PD und Default Spread 170 bps
Terminal Cost of Capital	%	5,5%	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	267,6	Mit durchschnittlicher jährlicher Wachstumsrate von 0,5%
in % des Enterprise Value	%	37,3%	
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	120,7	Durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von -1,3% unterstellt
in % des Enterprise Value	%	16,8%	
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	329,1	Durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 0,4% unterstellt
in % des Enterprise Value	%	45,9%	
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>717,5</b>	
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-318,5	Daten zum 31.12.2018
Liquidität	EUR Mio.	121,0	Daten zum 31.12.2018
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>520,0</b>	
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	15,5	
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>33,50</b>	<b>Kursziel auf Sicht von zwölf Monaten</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 1 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet.

**ABBILDUNG 1: HISTOGRAMM DER MONTE CARLO-SIMULATION**



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Es zeigt sich, dass Werte des Eigenkapitals von unter EUR 327,2 Mio. bzw. über EUR 747,4 Mio. bzw. von unter EUR 21,10 und über EUR 48,20 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können. Das 10%-Quantil liegt bei EUR 28,60 je Aktie, das 90%-Quantil bei EUR 36,70 je Aktie.

**Überprüfung des Kurszieles anhand eines Dividend Discount-Modells**

Wir überprüfen die Ergebnisse unseres dreiphasigen DCF-Entity-Modells anhand eines Dividendendiskontierungsmodells. Hierbei gehen wir unverändert von einem rein organischen Wachstum aus, dessen Ziel ein schuldenfreies Unternehmen ist.

Wir gehen davon aus, dass Surteco 2024e seine aktuelle Zins tragende Verschuldung vollständig abgebaut haben wird. Ab dann können die erwirtschafteten Cashflows vollständig an die Aktionäre ausgeschüttet werden.

Basis unseres Dividendendiskontierungsmodells ist die Annahme, dass Surteco als cashflow-intensives Unternehmen bei Verzicht auf externes Wachstum früher oder später in einen unverschuldeten Zustand gelangt. Ab diesem Zeitpunkt können die erwirtschafteten Freien Cashflows vollständig an die Aktionäre ausgeschüttet werden, ohne dass das weitere Wachstum beeinträchtigt wird. Nachstehende Tabelle 3 verdeutlicht unsere Prognosen auf Basis der Ergebnisse des DCF-Modells:

**TABELLE 3: ERWARTETER ABBAU DER NETTOVERSCHULDUNG BEI REIN ORGANISCHEM WACHSTUM**

		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
FCFF	EUR Mio.	34,3	43,9	40,3	44,1	45,1	<b>45,0</b>
Nettoverschuldung	EUR Mio.	178,5	144,5	116,3	72,2	27,1	<b>-17,9</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Wert je Aktie von EUR 45,50**

Danach wäre Surteco im Verlauf des Jahres 2024e vollständig schuldenfrei. Berechnen wir aus den im Jahr 2024e erwarteten Free Cashflows to the Firm von EUR 45,0 Mio. einen ewigen Rentenwert, wobei wir unterstellt haben, dass Surteco keine Überrenditen erwirtschaften wird, so dass die freien Cashflows mit der Rate der risikolosen Zinsen wachsen, und diskontieren diesen auf das aktuelle Jahr ab, ergibt sich ein Wert von EUR 45,50 je Aktie:

**TABELLE 4: BERECHNUNG DES WERTES JE AKTIE AUS DEM RENTENWERT**

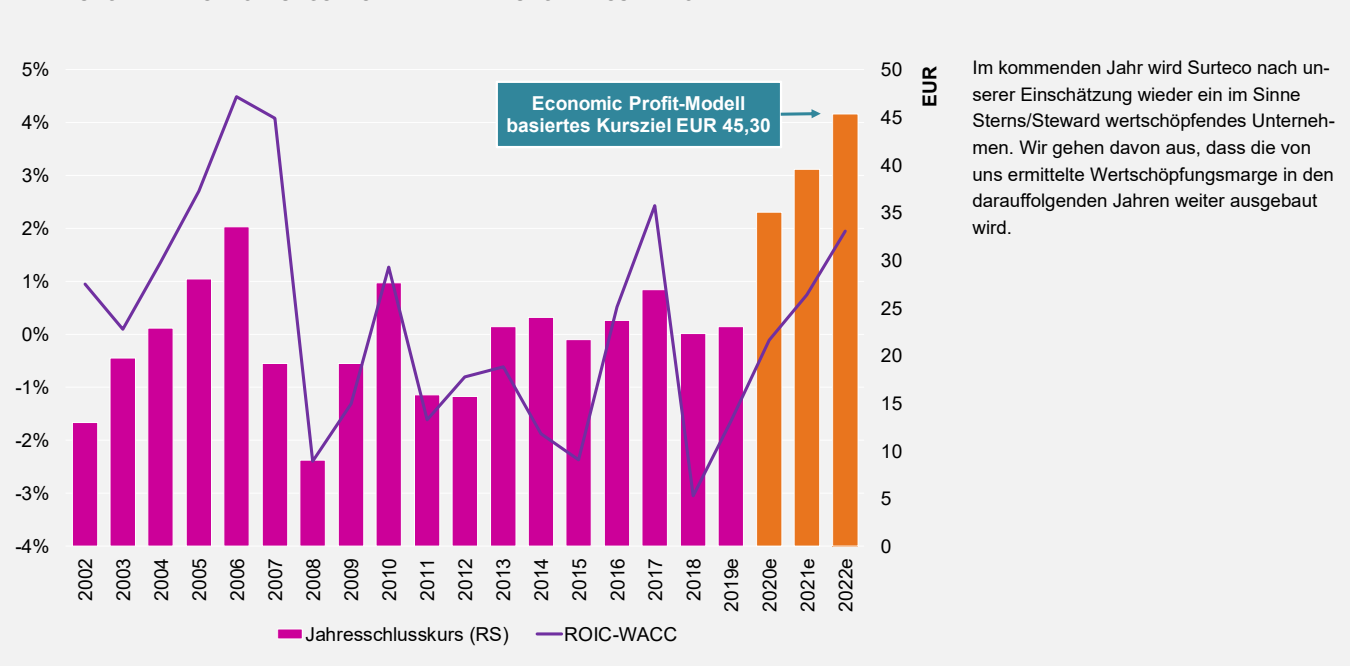
		2019e	2024e
Dividende (FCFF)	EUR Mio.		45,0
Ewige Rente	EUR Mio.		-17,9
<b>Barwert</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>705,5</b>	←
Anzahl Aktien	Mio.	15,5	
<b>Wert je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>45,50</b>	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Überprüfung des DCF-basierten Kurszieles anhand Wertschöpfungsmodells

Abschließend bewerten wir die Surteco-Aktie anhand eines Wertschöpfungsmodells. Die Betrachtung basiert auf dem Economic-Value-Added-Modell von Stearns/Steward. Dabei werden die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten mit der Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) verglichen. Unternehmen, die ihre Kapitalkosten übertreffen und damit eine Überrendite erwirtschaften, sind grundsätzlich in der Lage, Wert für ihre Aktionäre zu schaffen. Unternehmen, die ihre Kapitalkosten nicht erwirtschaften, vernichten dagegen Shareholder Value. Darüber hinaus können wir anhand der ermittelten Daten feststellen, inwieweit das Capital Employed derzeit am Kapitalmarkt in Relation zu seiner Ertragsstärke bewertet ist.

ABBILDUNG 2: WERTSCHÖPFUNGSBASIERTE BEWERTUNG DER SURTECO-AKTIE



Im kommenden Jahr wird Surteco nach unserer Einschätzung wieder ein im Sinne Stearns/Steward wertschöpfendes Unternehmen. Wir gehen davon aus, dass die von uns ermittelte Wertschöpfungsmarge in den darauffolgenden Jahren weiter ausgebaut wird.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

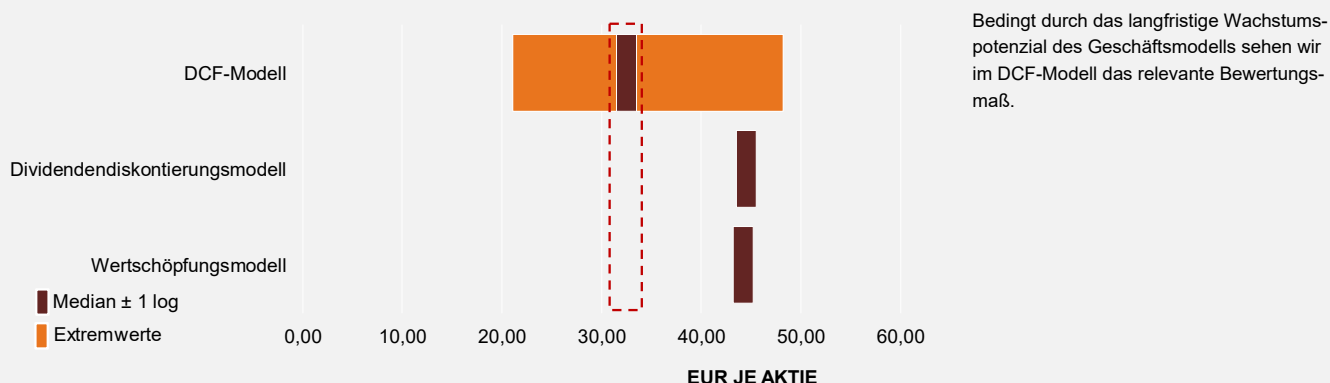
In Verbindung mit der von uns erwarteten steigenden Kapitalbasis und einer kosten- und neustrukturierungsbedingten Erholung der Margen spiegelt sich der Anstieg der Überrendite im aktuellen Kurs nicht wider. Aus vorstehender Abbildung 2 wird ersichtlich, dass sich aus einem Wertschöpfungsmodell ein mittelfristiger Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 45,30 errechnet.

### Zusammenfassung der Ergebnisse

In nachstehender Abbildung 3 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir in der Wertschöpfungsbewertung die Werte des Jahres 2022e und im DCF-Verfahren das Bear-, Base- und Bull-Case-Szenario dargestellt haben.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse zeigt, dass sich aus einem Dividend Discount-Modell und einem Economic Profit-Wertschöpfungsmodell höhere Kursziele als im DCF-Modell ableiten lassen.

ABBILDUNG 3: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung**

Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von Surteco sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik. Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 33,50 je Aktie wären die Aktien von Surteco mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER SURTECO-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
KGV	x	12,1x	10,9x	9,6x	17,7x	15,8x	14,0x
EV/Umsatz	x	0,8x	0,8x	0,7x	1,0x	1,0x	0,9x
EV/EBIT	x	10,7x	9,1x	7,6x	14,1x	12,2x	10,2x
KBV	x	1,0x	0,9x	0,9x	1,4x	1,3x	1,3x
Dividendenrendite	%	4,1%	4,6%	4,6%	2,8%	3,1%	3,1%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles**

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Downside-Risiken: **(1)** Stärker als erwartete Nachfrageabschwächung der Möbel- und Holzwerkstoffbranche als Folge des global gebremsten Wirtschaftswachstums, **(2)** Abhängigkeiten von Rohstoffpreisen, **(3)** Risiken aus externem Wachstum, **(4)** Währungsrisiken insbesondere im Translationsbereich, **(5)** kurzfristiger Auftragsbestand, **(6)** nur verzögerte Weitergabe von möglichen Papierpreiserhöhungen, **(7)** Abhängigkeiten vom Management, **(8)** Digitaldruck als flexible Alternative für kleine Losgrößen, **(9)** Zyklizität des Geschäftsmodells und **(10)** hohe Kapitalintensität sowie lange Kapitalbindung.

### Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Surteco in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über das Erreichen des oberen Endes der Umsatz- und Ertrags-Guidance, **(2)** eine anhaltend rückläufige Nettoverschuldung des Unternehmens, **(3)** weitere strategische Übernahmeaktivitäten in den Zielmärkten und **(4)** eine Anhebung der Dividende.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

### Geschäftsmodell von Surteco

Mit derzeit knapp 3.300 Mitarbeitern und Umsätzen von EUR 699,0 Mio. (2018) ist Surteco der weltweit führende Anbieter von Oberflächenfolien und Kanten für die globale Möbel-, Fußboden- und Holzwerkstoffindustrie sowie Produzent von technischen Profilen für alle Industriebereiche. Die von Surteco entwickelten, hergestellten und vertriebenen Produkte werden in erster Linie dazu verwendet, Span- oder Holzwerkstoffplatten dekorativ zu beschichten. Nahezu jede Span- oder MDF-Platte, die für die Innenausbau (Innenausbau, Möbel, Türen, Wand- und Deckenverkleidungen) vorgesehen ist, wird mit Kunststoff- oder mit teilweise zuvor bedruckten und imprägnierten Papiermaterialien beschichtet. Dabei kann zwischen Folien für die großflächige Beschichtung und Kantenbänder für den seitlichen Abschluss der Holzwerkstoffe unterschieden werden, die jeweils auf Papier- oder Kunststoffbasis aufgetragen werden können.

TABELLE 6: SEGMENTUMSTELLUNG 2018 VS. 2017

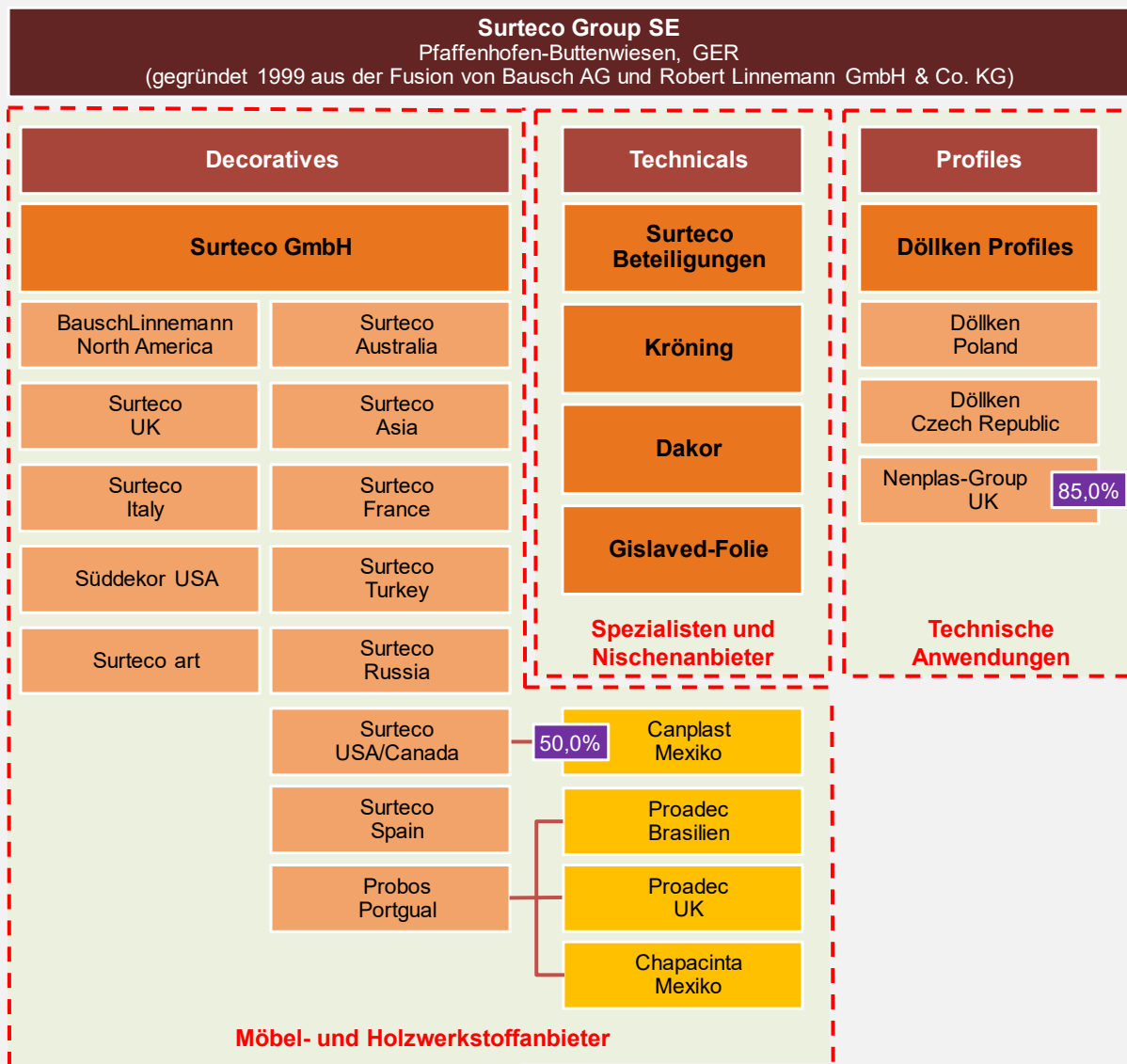
		2018	in %	2017	in %	Δ	
	<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>699,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>689,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>7,8%</b>
<b>Alt</b>	SGE Papier	EUR Mio.	351,6	50,3%	368,0	53,4%	-4,5%
	SGE Kunststoff	EUR Mio.	347,4	49,7%	321,7	46,6%	26,5%
<b>Neu</b>	SGE Decoratives	EUR Mio.	519,1	74,3%	n/a	n/a	n/a
	SGE Profiles	EUR Mio.	113,8	16,3%	n/a	n/a	n/a
	SGE Technicals	EUR Mio.	87,6	12,5%	n/a	n/a	n/a
	Überleitung	EUR Mio.	-21,5	-3,1%	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Das Unternehmen untergliedert seine Segmentberichterstattung seit Anfang 2019 in drei Geschäftsbereiche (Business Units):

- ☉ Im Segment **Decoratives** (Umsatzanteil 2018: 74,3%) werden vorwiegend Kunden aus der Holzwerkstoffbranche und der Caravanindustrie Kantenbänder auf Papier- und Kunststoffbasis, Finishfolien auf Papierbasis, dekorative Drucke und Trennpapiere angeboten.
- ☉ Im Segment **Profiles** (Umsatzanteil 2018: 16,3%) werden Sockelleisten für den professionellen Bodenverleger sowie für Bau- und Heimwerkermärkte und technische Kunststoffprofile für alle industrielle Anwendungsbereiche angeboten.
- ☉ Im Segment **Technicals** (Umsatzanteil 2018: 12,5%) werden imprägnierte Produkte, Kunststofffolien und Hybrid- bzw. Echtmetallfolien für Spezialhersteller und Nischenanbieter etwa aus der Holzwerkstoffindustrie oder dem Schiffsbau angeboten.

ABBILDUNG 4: ORGANIGRAMM MIT GESCHÄFTSBEREICHEN UND ZIELKUNDEN



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Alleinstellungsmerkmal von Surteco**

Als einziges Unternehmen am Markt bietet Surteco eine vollständige Produktpalette aus Papier- und Kunststoffprodukten mit nahezu unendlich vielen Variationen von Qualität, Ausführungen, Abmessungen, Dekoren und Farben an. Als eines der wenigen börsennotierten Unternehmen ist Surteco gleichzeitig der alleinige aktive Konsolidierungstreiber, der seine globale Marktführerschaft durch die Expansion in weltweite Wachstumsregionen und durch eine konsequente Erweiterung der Produktpalette ausbaut. In den vergangenen 20 Jahren wurden zahlreiche Wettbewerber übernommen. Dadurch haben sich die Umsätze in einem in Deutschland stagnierenden Marktumfeld mehr als vervierfacht, zudem konnte Surteco erhebliche operative Skalen- und Synergieeffekte nutzen.



## Gewinn- und Verlustrechnung, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>639,8</b>	<b>689,7</b>	<b>699,0</b>	<b>676,4</b>	<b>652,2</b>	<b>653,0</b>	<b>663,4</b>
YoY	%	0,2%	7,8%	1,4%	-3,2%	-3,6%	0,1%	1,6%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	5,4	-1,9	2,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	3,9	5,1	5,2	5,5	5,6	5,7	5,7
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>649,1</b>	<b>692,9</b>	<b>706,5</b>	<b>681,6</b>	<b>657,8</b>	<b>658,6</b>	<b>669,1</b>
YoY	%	1,1%	6,7%	2,0%	-3,5%	-3,5%	0,1%	1,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-324,6	-335,0	-349,6	-334,3	-315,9	-312,5	-313,7
in % der Gesamtleistung	%	-50,0%	-48,4%	-49,5%	-49,0%	-48,0%	-47,5%	-46,9%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>324,6</b>	<b>357,9</b>	<b>356,9</b>	<b>347,4</b>	<b>341,9</b>	<b>346,1</b>	<b>355,4</b>
YoY	%	1,5%	10,3%	-0,3%	-2,7%	-1,6%	1,2%	2,7%
in % der Gesamtleistung	%	50,0%	51,6%	50,5%	51,0%	52,0%	52,5%	53,1%
Personalaufwand	EUR Mio.	-158,0	-174,5	-185,3	-179,1	-169,7	-167,7	-168,2
in % der Gesamtleistung	%	-24,3%	-25,2%	-26,2%	-26,3%	-25,8%	-25,5%	-25,1%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-98,7	-104,8	-103,5	-91,5	-87,2	-88,1	-90,4
in % der Gesamtleistung	%	-15,2%	-15,1%	-14,7%	-13,4%	-13,3%	-13,4%	-13,5%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	6,5	4,5	4,8	6,1	5,9	5,9	6,0
in % der Gesamtleistung	%	1,0%	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>74,3</b>	<b>83,1</b>	<b>72,8</b>	<b>82,9</b>	<b>90,8</b>	<b>96,1</b>	<b>102,8</b>
YoY	%	14,4%	11,8%	-12,4%	13,9%	9,6%	5,8%	7,0%
in % der Gesamtleistung	%	11,5%	12,0%	10,3%	12,2%	13,8%	14,6%	15,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-33,5	-38,4	-40,6	-43,1	-42,7	-42,3	-41,9
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>40,9</b>	<b>44,7</b>	<b>32,2</b>	<b>39,7</b>	<b>48,1</b>	<b>53,8</b>	<b>61,0</b>
YoY	%	31,4%	9,3%	-27,9%	23,4%	21,0%	11,9%	13,3%
in % der Gesamtleistung	%	6,3%	6,4%	4,6%	5,8%	7,3%	8,2%	9,1%
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-5,8	-11,2	-5,1	-4,8	-3,0	-3,0	-3,0
Ergebnis aus Restrukturierung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-17,5	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>35,0</b>	<b>33,5</b>	<b>27,1</b>	<b>17,4</b>	<b>45,1</b>	<b>50,8</b>	<b>58,0</b>
in % der Gesamtleistung	%	5,4%	4,8%	3,8%	2,6%	6,9%	7,7%	8,7%
Steuern	EUR Mio.	-11,3	-7,2	-8,2	-5,5	-12,2	-13,7	-15,7
in % des EBT	%	-32,1%	-21,4%	-30,2%	-31,3%	-27,0%	-27,0%	-27,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>23,8</b>	<b>26,3</b>	<b>18,9</b>	<b>12,0</b>	<b>32,9</b>	<b>37,1</b>	<b>42,3</b>
in % der Gesamtleistung	%	3,7%	3,8%	2,7%	1,8%	5,0%	5,6%	6,3%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,1	-0,1	-0,3	3,4	-3,5	-4,3	-5,1
Anzahl der Aktien	Mio.	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>1,54</b>	<b>1,69</b>	<b>1,20</b>	<b>0,99</b>	<b>1,90</b>	<b>2,12</b>	<b>2,40</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmententwicklung, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>639,8</b>	<b>689,7</b>	<b>699,0</b>	<b>676,4</b>	<b>652,2</b>	<b>653,0</b>	<b>663,4</b>
SGE Papier	EUR Mio.	385,4	368,0	351,6	0,0	0,0	0,0	0,0
SGE Kunststoff	EUR Mio.	254,4	321,7	347,4	0,0	0,0	0,0	0,0
SGE Decoratives	EUR Mio.	0,0	0,0	519,1	507,6	499,2	498,5	507,4
SGE Profiles	EUR Mio.	0,0	0,0	113,8	104,5	106,1	107,2	108,2
SGE Technicals	EUR Mio.	0,0	0,0	87,6	82,5	65,3	66,0	66,7
Überleitung	EUR Mio.	0,0	0,0	-21,5	-18,3	-18,5	-18,7	-18,8
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>0,2%</b>	<b>7,8%</b>	<b>1,4%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,6%</b>
SGE Papier	%	-2,3%	-4,5%	-4,4%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
SGE Kunststoff	%	4,4%	26,5%	8,0%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
SGE Decoratives	%	n/a	n/a	n/a	-2,2%	-1,6%	-0,2%	1,8%
SGE Profiles	%	n/a	n/a	n/a	-8,1%	1,5%	1,0%	1,0%
SGE Technicals	%	n/a	n/a	n/a	-5,8%	-20,8%	1,0%	1,0%
Überleitung	%	n/a	n/a	n/a	-15,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>Anteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
SGE Papier	%	60,2%	53,4%	50,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SGE Kunststoff	%	39,8%	46,6%	49,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SGE Decoratives	%	0,0%	0,0%	74,3%	75,0%	76,5%	76,3%	76,5%
SGE Profiles	%	0,0%	0,0%	16,3%	15,5%	16,3%	16,4%	16,3%
SGE Technicals	%	0,0%	0,0%	12,5%	12,2%	10,0%	10,1%	10,0%
Überleitung	%	0,0%	0,0%	-3,1%	-2,7%	-2,8%	-2,9%	-2,8%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>40,9</b>	<b>44,7</b>	<b>32,2</b>	<b>39,7</b>	<b>48,1</b>	<b>53,8</b>	<b>61,0</b>
SGE Papier	EUR Mio.	25,3	26,9	13,3	0,0	0,0	0,0	0,0
SGE Kunststoff	EUR Mio.	22,1	24,6	25,5	0,0	0,0	0,0	0,0
SGE Decoratives	EUR Mio.	0,0	0,0	25,5	35,9	43,5	48,0	53,9
SGE Profiles	EUR Mio.	0,0	0,0	9,3	8,0	8,9	9,9	11,0
SGE Technicals	EUR Mio.	0,0	0,0	3,9	2,5	2,3	2,6	2,9
Überleitung	EUR Mio.	-6,4	-6,8	-6,6	-6,6	-6,7	-6,7	-6,8
<b>EBIT-Marge</b>	<b>%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,2%</b>	<b>9,2%</b>
SGE Papier	%	6,6%	7,3%	3,8%	n/a	n/a	n/a	n/a
SGE Kunststoff	%	8,7%	7,6%	7,3%	n/a	n/a	n/a	n/a
SGE Decoratives	%	n/a	n/a	4,9%	7,1%	8,7%	9,6%	10,6%
SGE Profiles	%	n/a	n/a	8,2%	7,6%	8,4%	9,2%	10,2%
SGE Technicals	%	n/a	n/a	4,5%	3,0%	3,6%	4,0%	4,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Umsatz nach Regionen, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>639,8</b>	<b>689,7</b>	<b>699,0</b>	<b>676,4</b>	<b>652,2</b>	<b>653,0</b>	<b>663,4</b>
Deutschland	EUR Mio.	174,3	175,7	178,7	175,9	163,6	165,2	166,9
Ausland	EUR Mio.	465,5	514,0	520,3	500,5	488,7	487,8	496,6
davon Restliches Europa	EUR Mio.	283,4	315,2	319,4	312,1	315,2	321,6	331,3
davon Amerika	EUR Mio.	127,9	140,7	138,9	130,9	114,2	104,7	100,7
davon Asien/Australien	EUR Mio.	49,0	52,2	56,7	52,0	53,6	55,7	58,6
davon Übrige	EUR Mio.	5,2	5,9	5,3	5,5	5,6	5,8	6,0
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>0,2%</b>	<b>7,8%</b>	<b>1,4%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,6%</b>
Deutschland	%	-2,0%	0,8%	1,7%	-1,6%	-7,0%	1,0%	1,0%
Ausland	%	1,1%	10,4%	1,2%	-3,8%	-2,4%	-0,2%	1,8%
davon Restliches Europa	%	1,2%	11,2%	1,3%	-2,3%	1,0%	2,0%	3,0%
davon Amerika	%	-2,1%	10,0%	-1,3%	-5,8%	-12,8%	-8,3%	-3,8%
davon Asien/Australien	%	6,1%	6,3%	8,7%	-8,2%	3,0%	4,0%	5,1%
davon Übrige	%	40,4%	14,2%	-10,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>in % der Bruttoerlöse</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	27,2%	25,5%	25,6%	26,0%	25,1%	25,3%	25,1%
Ausland	%	72,8%	74,5%	74,4%	74,0%	74,9%	74,7%	74,9%
davon Restliches Europa	%	44,3%	45,7%	45,7%	46,1%	48,3%	49,2%	49,9%
davon Amerika	%	20,0%	20,4%	19,9%	19,4%	17,5%	16,0%	15,2%
davon Asien/Australien	%	7,7%	7,6%	8,1%	7,7%	8,2%	8,5%	8,8%
davon Übrige	%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>412,6</b>	<b>516,4</b>	<b>500,8</b>	<b>507,9</b>	<b>502,6</b>	<b>501,4</b>	<b>500,5</b>
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	245,6	258,2	255,8	254,7	245,9	241,0	236,2
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	34,1	66,7	59,3	66,0	68,7	71,5	74,4
Geschäfts- oder Firmenwerte	EUR Mio.	118,8	163,3	162,9	163,0	163,0	163,0	163,0
At Equity bewertete Anteile	EUR Mio.	1,7	2,0	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0
Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,8	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	5,8	6,3	2,1	2,3	2,3	2,4	2,5
Aktive latente Ertragssteuern	EUR Mio.	6,5	19,0	18,3	19,1	19,9	20,7	21,5
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>259,6</b>	<b>326,2</b>	<b>343,8</b>	<b>271,1</b>	<b>258,5</b>	<b>254,5</b>	<b>262,8</b>
Vorräte	EUR Mio.	119,6	119,7	127,0	121,1	119,7	122,4	126,4
DIO	d	133	129	131	130	136	141	145
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	52,1	57,8	57,5	54,8	54,2	55,4	57,3
DSO	d	29	30	30	29	30	31	31
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	EUR Mio.	2,3	1,4	5,4	4,0	4,2	4,3	4,5
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	4,9	9,5	7,7	6,4	6,7	6,9	7,2
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	19,7	3,7	24,5	10,7	11,2	11,6	12,1
Liquide Mittel	EUR Mio.	60,4	133,4	121,0	73,2	61,7	52,9	54,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>673,9</b>	<b>842,6</b>	<b>844,5</b>	<b>778,9</b>	<b>761,1</b>	<b>755,9</b>	<b>763,2</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>346,6</b>	<b>349,2</b>	<b>353,2</b>	<b>356,6</b>	<b>377,9</b>	<b>400,3</b>	<b>426,3</b>
EK-Quote	%	51,4%	41,4%	41,8%	45,8%	49,7%	53,0%	55,9%
Grundkapital	EUR Mio.	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	122,8	122,8	122,8	122,8	122,8	122,8	122,8
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	181,4	181,9	193,1	203,2	206,9	221,6	238,2
Konzerngewinn	EUR Mio.	23,9	26,2	18,6	15,3	29,4	32,9	37,2
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	3,0	2,9	3,2	-0,2	3,3	7,6	12,7
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	EUR Mio.	13,0	12,8	12,8	12,3	11,9	11,4	10,9
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>151,8</b>	<b>106,4</b>	<b>177,9</b>	<b>117,4</b>	<b>117,6</b>	<b>120,3</b>	<b>124,1</b>
Kurzfristige Finanzschulden	EUR Mio.	72,4	5,7	65,9	8,6	8,3	8,0	7,6
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	48,9	63,2	65,1	62,7	62,6	64,6	67,4
DPO	d	28	33	34	33	35	36	37
Ertragssteuerschulden	EUR Mio.	2,6	3,2	3,1	2,6	2,9	3,3	3,7
Kurzfristige Rückstellungen	EUR Mio.	3,6	4,0	11,6	8,9	10,0	11,3	12,7
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,7	4,2	2,6	3,6	4,0	4,5	5,1
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	21,7	26,2	29,6	31,0	29,8	28,6	27,5
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>162,5</b>	<b>374,1</b>	<b>300,6</b>	<b>292,5</b>	<b>253,7</b>	<b>223,9</b>	<b>201,9</b>
Langfristige Finanzschulden	EUR Mio.	123,6	317,7	252,6	243,1	198,0	161,3	131,3
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,3	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	34,6	52,0	48,0	49,5	55,7	62,7	70,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>673,9</b>	<b>842,6</b>	<b>844,5</b>	<b>778,9</b>	<b>761,1</b>	<b>755,9</b>	<b>763,2</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>61,2%</b>	<b>61,3%</b>	<b>59,3%</b>	<b>65,2%</b>	<b>66,0%</b>	<b>66,3%</b>	<b>65,6%</b>
Sachanlagevermögen	%	36,5%	30,6%	30,3%	32,7%	32,3%	31,9%	30,9%
Immaterielles Vermögen	%	5,1%	7,9%	7,0%	8,5%	9,0%	9,5%	9,7%
Geschäfts- oder Firmenwerte	%	17,6%	19,4%	19,3%	20,9%	21,4%	21,6%	21,4%
At Equity bewertete Anteile	%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Finanzanlagen	%	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Vermögenswerte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	0,9%	0,8%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Aktive latente Ertragssteuern	%	1,0%	2,3%	2,2%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>38,5%</b>	<b>38,7%</b>	<b>40,7%</b>	<b>34,8%</b>	<b>34,0%</b>	<b>33,7%</b>	<b>34,4%</b>
Vorräte	%	17,7%	14,2%	15,0%	15,5%	15,7%	16,2%	16,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	7,7%	6,9%	6,8%	7,0%	7,1%	7,3%	7,5%
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	%	0,3%	0,2%	0,6%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	0,7%	1,1%	0,9%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	%	2,9%	0,4%	2,9%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%
Liquide Mittel	%	9,0%	15,8%	14,3%	9,4%	8,1%	7,0%	7,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>51,4%</b>	<b>41,4%</b>	<b>41,8%</b>	<b>45,8%</b>	<b>49,7%</b>	<b>53,0%</b>	<b>55,9%</b>
Grundkapital	%	2,3%	1,8%	1,8%	2,0%	2,0%	2,1%	2,0%
Kapitalrücklage	%	18,2%	14,6%	14,5%	15,8%	16,1%	16,2%	16,1%
Gewinnrücklagen	%	26,9%	21,6%	22,9%	26,1%	27,2%	29,3%	31,2%
Konzerngewinn	%	3,5%	3,1%	2,2%	2,0%	3,9%	4,3%	4,9%
Bilanzverlust/-gewinn	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,4%	0,3%	0,4%	0,0%	0,4%	1,0%	1,7%
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	%	1,9%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>22,5%</b>	<b>12,6%</b>	<b>21,1%</b>	<b>15,1%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,3%</b>
Kurzfristige Finanzschulden	%	10,7%	0,7%	7,8%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	7,3%	7,5%	7,7%	8,0%	8,2%	8,5%	8,8%
Ertragssteuerschulden	%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%
Kurzfristige Rückstellungen	%	0,5%	0,5%	1,4%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,4%	0,5%	0,3%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	3,2%	3,1%	3,5%	4,0%	3,9%	3,8%	3,6%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>24,1%</b>	<b>44,4%</b>	<b>35,6%</b>	<b>37,6%</b>	<b>33,3%</b>	<b>29,6%</b>	<b>26,5%</b>
Langfristige Finanzschulden	%	18,3%	37,7%	29,9%	31,2%	26,0%	21,3%	17,2%
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,6%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	5,1%	6,2%	5,7%	6,3%	7,3%	8,3%	9,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Nettoergebnis	EUR Mio.	23,8	26,3	18,9	12,0	32,9	37,1	42,3
Abschreibungen	EUR Mio.	33,5	38,4	40,6	43,1	42,7	42,3	41,9
Zins- und Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	8,1	7,7	6,1	7,7	5,8	5,8	5,8
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	-0,2	-4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorräte	EUR Mio.	-5,1	-0,1	-7,2	5,9	1,4	-2,7	-4,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	7,7	-5,8	0,3	2,7	0,6	-1,2	-1,8
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-4,3	11,7	-18,8	16,2	-1,0	-1,0	-1,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	1,5	-10,8	0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	-4,3	0,2	7,7	-3,2	0,6	0,8	1,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	-1,2	14,3	1,9	-2,4	-0,1	2,0	2,8
Δ Übrige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,7	2,1	-1,7	0,5	0,8	0,9	1,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	5,8	17,5	-4,0	1,4	6,2	7,0	7,9
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-6,0	-14,0	16,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>58,4</b>	<b>82,9</b>	<b>60,7</b>	<b>83,2</b>	<b>89,2</b>	<b>90,2</b>	<b>94,8</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	1,6	-1,1	0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-19,4	-77,0	7,8	-6,8	-2,7	-2,8	-2,9
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-34,2	-51,0	-38,1	-42,1	-33,9	-37,4	-37,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-2,4	13,7	-19,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-54,3</b>	<b>-115,5</b>	<b>-49,5</b>	<b>-49,3</b>	<b>-36,6</b>	<b>-40,2</b>	<b>-40,0</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,0</b>	<b>-32,6</b>	<b>11,2</b>	<b>33,9</b>	<b>52,6</b>	<b>50,0</b>	<b>54,8</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Finanzschulden	EUR Mio.	10,7	127,3	-4,8	-66,8	-45,4	-37,0	-30,2
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,3	4,7	-1,0	1,4	-1,2	-1,2	-1,1
Zinsergebnis	EUR Mio.	-6,9	-7,7	-6,1	-7,7	-5,8	-5,8	-5,8
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	-12,4	-12,4	-12,4	-8,5	-11,6	-14,7	-16,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-1,3	-5,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,6</b>	<b>106,5</b>	<b>-24,2</b>	<b>-81,6</b>	<b>-64,1</b>	<b>-58,7</b>	<b>-53,4</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-4,6	73,9	-12,9	-47,8	-11,5	-8,8	1,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	-0,7	-1,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb von Zahlungsmitteln und Zahlungsmitteläquivalente	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	65,7	60,4	133,4	121,0	73,2	61,7	52,9
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>60,4</b>	<b>133,4</b>	<b>121,0</b>	<b>73,2</b>	<b>61,7</b>	<b>52,9</b>	<b>54,3</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Auf einen Blick I, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	639,8	689,7	699,0	676,4	652,2	653,0	663,4
Rohertrag	EUR Mio.	324,6	357,9	356,9	347,4	341,9	346,1	355,4
EBITDA	EUR Mio.	74,3	83,1	72,8	82,9	90,8	96,1	102,8
EBIT	EUR Mio.	40,9	44,7	32,2	39,7	48,1	53,8	61,0
EBT	EUR Mio.	35,0	33,5	27,1	17,4	45,1	50,8	58,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	23,8	26,3	18,9	12,0	32,9	37,1	42,3
Anzahl Mitarbeiter		2.736	3.091	3.330	3.355	3.447	3.539	3.631
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	24,29	27,75	28,55	27,50			
Kurs Tief	EUR	17,60	22,40	19,56	19,60			
Kurs Durchschnitt	EUR	21,59	24,55	24,36	23,80			
Kurs Schlusskurs	EUR	23,67	26,90	22,30	23,00	23,00	23,00	23,00
EPS	EUR	1,54	1,69	1,20	0,99	1,90	2,12	2,40
BVPS	EUR	22,16	22,33	22,57	23,01	24,16	25,33	26,68
CFPS	EUR	3,76	5,35	3,91	5,36	5,75	5,81	6,11
Dividende	EUR	0,80	0,80	0,55	0,75	0,95	1,05	1,05
Kursziel	EUR							<b>33,50</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>45,7%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)</b>								
EBITDA-Marge	%	11,6%	12,0%	10,4%	12,3%	13,9%	14,7%	15,5%
EBIT-Marge	%	6,4%	6,5%	4,6%	5,9%	7,4%	8,2%	9,2%
EBT-Marge	%	5,5%	4,9%	3,9%	2,6%	6,9%	7,8%	8,7%
Netto-Marge	%	3,7%	3,8%	2,7%	1,8%	5,0%	5,7%	6,4%
FCF-Marge	%	0,6%	-4,7%	1,6%	5,0%	8,1%	7,7%	8,3%
ROE	%	6,9%	7,5%	5,4%	3,4%	8,7%	9,3%	9,9%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	234	223	210	202	189	185	183
Pro-Kopf-EBIT	EURk	14,9	14,5	9,7	11,8	13,9	15,2	16,8
Capex/Umsatz	%	5,3%	7,4%	5,5%	6,2%	5,2%	5,7%	5,6%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	0,2%	7,8%	1,4%	-3,2%	-3,6%	0,1%	1,6%
Rohertrag	%	1,5%	10,3%	-0,3%	-2,7%	-1,6%	1,2%	2,7%
EBITDA	%	14,4%	11,8%	-12,4%	13,9%	9,6%	5,8%	7,0%
EBIT	%	31,4%	9,3%	-27,9%	23,4%	21,0%	11,9%	13,3%
EBT	%	30,5%	-4,3%	-19,0%	-35,8%	158,9%	12,7%	14,1%
Nettoergebnis	%	35,1%	10,7%	-28,1%	-36,8%	175,2%	12,7%	14,1%
EPS	%	34,7%	9,7%	-28,9%	-17,6%	91,7%	11,7%	13,3%
CFPS	%	-15,6%	42,0%	-26,8%	37,0%	7,3%	1,1%	5,1%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2016-22e

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	412,6	516,4	500,8	507,9	502,6	501,4	500,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	261,3	326,2	343,8	271,1	258,5	254,5	262,8
Eigenkapital	EUR Mio.	346,6	349,2	353,2	356,6	377,9	400,3	426,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	327,3	493,4	491,3	422,3	383,2	355,6	336,9
EK-Quote	%	51,4%	41,4%	41,8%	45,8%	49,7%	53,0%	55,9%
Gearing	%	39,1%	54,4%	55,9%	50,0%	38,2%	29,0%	19,9%
Working Capital	EUR Mio.	122,8	114,4	119,4	113,2	111,3	113,2	116,2
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	15.506	15.506	15.506	15.506	15.506	15.506	15.506
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	376,6	430,3	442,7	426,4			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	272,9	347,3	303,3	303,9			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	334,8	380,7	377,7	369,0			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	367,0	417,1	345,8	356,6	356,6	356,6	356,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	135,6	189,9	197,5	178,5	144,5	116,3	84,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	13,0	12,8	12,8	12,3	11,9	11,4	10,9
Anteile Dritter	EUR Mio.	3,0	2,9	3,2	-0,2	3,3	7,6	12,7
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	528,2	636,0	656,3	617,1			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	424,5	553,0	516,9	494,6			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	486,4	586,3	591,3	559,7			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	518,6	622,8	559,4	547,3	516,3	491,9	464,9
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	0,83	0,92	0,94	0,91	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,66	0,80	0,74	0,73	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,76	0,85	0,85	0,83	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,81	0,90	0,80	0,81	0,79	0,75	0,70
EV/EBITDA Hoch	x	7,1	7,7	9,0	7,4	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	5,7	6,7	7,1	6,0	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	6,5	7,1	8,1	6,8	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,0	7,5	7,7	6,6	5,7	5,1	4,5
EV/EBIT Schlusskurs	x	12,7	13,9	17,4	13,8	10,7	9,1	7,6
KGV Hoch	x	15,8	16,4	23,8	27,8	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	11,4	13,3	16,3	19,8	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	14,0	14,5	20,3	24,0	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	15,4	15,9	18,6	23,2	12,1	10,9	9,6
KBV Schlusskurs	x	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
KCF Durchschnitt	x	5,7	4,6	6,2	4,4	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	1,1%	-7,8%	3,3%	9,5%	14,8%	14,0%	15,4%
Dividendenrendite	%	3,4%	3,0%	2,5%	3,3%	4,1%	4,6%	4,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

**Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.**

## Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	Terminal year
<b>Umsatz</b>	%	<b>652,2</b>	<b>653,0</b>	<b>663,4</b>	<b>665,0</b>	<b>667,0</b>	<b>669,5</b>	<b>672,3</b>	<b>675,4</b>	<b>678,6</b>	<b>682,0</b>	<b>685,4</b>	<b>688,8</b>	<b>692,2</b>	<b>695,7</b>	<b>699,2</b>	<b>702,7</b>
YoY	EUR Mio.	-3,6%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>48,1</b>	<b>53,8</b>	<b>61,0</b>	<b>61,0</b>	<b>61,0</b>	<b>61,1</b>	<b>61,2</b>	<b>61,4</b>	<b>61,5</b>	<b>61,7</b>	<b>61,9</b>	<b>62,0</b>	<b>62,2</b>	<b>62,4</b>	<b>62,6</b>	<b>63,2</b>
EBIT-Marge	EUR Mio.	7,4%	8,2%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,9%	9,0%
Steuern	EUR Mio.	-12,2	-13,7	-15,7	-15,7	-15,7	-15,7	-15,8	-15,8	-15,9	-16,0	-16,0	-16,1	-16,1	-16,2	-16,3	-16,5
Steuerquote (τ)	%	25,3%	25,5%	25,7%	25,7%	25,7%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	26,0%	26,0%	26,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	<b>35,9</b>	<b>40,1</b>	<b>45,3</b>	<b>45,3</b>	<b>45,3</b>	<b>45,4</b>	<b>45,4</b>	<b>45,5</b>	<b>45,6</b>	<b>45,7</b>	<b>45,9</b>	<b>46,0</b>	<b>46,1</b>	<b>46,2</b>	<b>46,3</b>	<b>46,8</b>
Reinvestment	EUR Mio.	8,0	0,2	-1,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-4,3
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>43,9</b>	<b>40,3</b>	<b>44,1</b>	<b>45,1</b>	<b>45,0</b>	<b>44,9</b>	<b>44,7</b>	<b>44,6</b>	<b>44,5</b>	<b>44,5</b>	<b>44,5</b>	<b>44,6</b>	<b>44,7</b>	<b>44,8</b>	<b>44,9</b>	<b>42,5</b>
WACC	%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,5%	5,5%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	93,9%	88,2%	82,9%	78,0%	73,5%	69,2%	65,3%	61,6%	58,1%	54,9%	52,0%	49,2%	46,6%	44,2%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>43,9</b>	<b>37,9</b>	<b>38,9</b>	<b>37,4</b>	<b>35,1</b>	<b>33,0</b>	<b>31,0</b>	<b>29,1</b>	<b>27,4</b>	<b>25,9</b>	<b>24,5</b>	<b>23,2</b>	<b>22,0</b>	<b>20,9</b>	<b>19,8</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	1,9%															
Terminal Cost of capital	%	5,5%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	267,6															
in % des Enterprise Value	%	37,3%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	120,7															
in % des Enterprise Value	%	16,8%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	329,1															
in % des Enterprise Value	%	45,9%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>717,5</b>															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-318,5															
Liquidität	EUR Mio.	121,0															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>520,0</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	15,5															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>33,50</b>															
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN																	

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

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

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

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

**Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen, Finanzportale und per Email an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.**

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem jeweiligen Veröffentlichungstag vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

**Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.  
**Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.  
**Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

#### Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

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

#### Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- Ⓢ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- Ⓢ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorgeht,
- Ⓢ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- Ⓢ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- Ⓢ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

**Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:**

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

**Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):**

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
20.12.2019/09:00 Uhr	EUR 33,50/EUR 23,00	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
15.11.2019/08:15 Uhr	EUR 36,60/EUR 20,30	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
15.08.2019/08:50 Uhr	EUR 36,60/EUR 22,90	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
15.05.2019/12:30 Uhr	EUR 36,60/EUR 27,05	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
02.05.2019/08:00 Uhr	EUR 36,60/EUR 25,05	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
26.03.2019/08:50 Uhr	EUR 35,60/EUR 25,25	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
14.11.2018/14:05 Uhr	EUR 35,60/EUR 21,90	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8

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

**Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:**

**Informationsquellen**

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

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung Compliance**

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

**Informationsquellen**

Teile der für diese Studie erforderlichen Informationen wurden vom Emittenten des analysierten Wertpapiers zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich diese Studie auf öffentlich zugängliche und als zuverlässig betrachtete Informationen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Presseinformationen). Sphene Capital GmbH hat diese Informationen auf Plausibilität, nicht aber auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft.

**Erklärung der Ersteller der Studien**

Diese Studie wurde von dem/den auf der Titelseite genannten Research-Analysten erstellt. Die in dieser Studie geäußerten Ansichten spiegeln nicht in jedem Fall die Meinung der Sphene Capital GmbH/einem mit ihr verbundenen Unternehmen wider. Der/die Analyst(en) ist/sind allein für die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Einschätzungen verantwortlich. Der/die Verfasser dieser Studie bestätigen, dass alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen seinen/ihren Ansichten entsprechen. Die Vergütung des/der Verfasser dieser Studie des hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Empfehlungen oder Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen. Die Einschätzungen des/der Verfasser(s) dieser Studie wurden zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten beeinflusst. Teile dieser Studie können dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken zugesendet worden sein, ohne dass im Anschluss jedoch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Diese Studie wurde am 20.12.2019 um 07:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 23,00.