

aovo Touristik

Reuters: A8NG.DE

Bloomberg: A8N GY

Mit Phoenix aus der Asche

Nach Jahren der operativen Schwäche steht aovo nach u. E. vor der Rückkehr in die Gewinnzone. Basis dieser Einschätzung ist ein stringentes Kostensenkungsprogramm verbunden mit einer Ausweitung höhermargiger Reiseangebote. Wir nehmen die Aktien der aovo Touristik AG (aovo) daher mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf. Unser Kursziel von EUR 5,40 ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 2,00 je Aktie ergibt sich ein Kurspotenzial von rund 170,0%.

Führender Veranstalter von Kurzreisen in Deutschland

Mit Umsätzen von etwa EUR 16,5 Mio. (2015e) ist die 2000 gegründete aovo Touristik einer der führenden Anbieter von Erlebnisreisen und Kurzurlauben in Deutschland. Der Fokus des Geschäftsmodells liegt dabei auf sogenannten erdgebundenen Reisen, bei denen die Touristen mit dem Auto, dem Bus oder der Bahn anreisen. In diesem Segment bietet aovo ein breites Sortiment von unterschiedlichen Kurzurlaubsthemen an, wobei sich das Unternehmen mehrheitlich auf günstigere Preissegmente ausgerichtet hat.

Phoenix als Alleinstellungsmerkmal

Im Mittelpunkt der Wertschöpfung der aovo steht Phoenix, das ursprünglich von Dertour entwickelte Reiseveranstaltersystem. Dieses weist im Markt klare Alleinstellungsmerkmale in puncto Flexibilität (d. h. der Kombination von unterschiedlichen Produkten in Echtzeit) auf. Nachdem Dertour bis spätestens Mitte 2018e ein internes Nachfolgesystem einführen wird, gehen vertragsgemäß alle Rechte inklusive dem Source-Code von Phoenix „Classic“ auf aovo über. Im Zuge dieses Übergangs wird aovo das System zunächst wie bisher für die eigenen Reiseveranstalteraktivitäten nutzen, später sind jedoch neue Geschäftsmodelle denkbar, etwa in dem Sinne, die Phoenix-Dienstleistungen nach einer Ausgründung auch für externe Dritte anzubieten.

Zweistellige Wachstumsraten bei Umsatz und Ergebnis

Nachdem sich die Ertragsentwicklung in den vergangenen Jahren sukzessive verschlechtert hatte, gehen wir nach Durchführung eines Kostensenkungsprogramms davon aus, dass aovo spätestens in 2017e wieder ein positives Nachsteuerergebnis generieren wird.

DCF-basiertes Kursziel von EUR 5,40: Buy

Aus unserem dreiphasigen DCF-Entity-Modell ermitteln wir ein Kursziel von EUR 5,40 je Aktie (Base Case-Szenario). Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 2,00 je Aktie bedeutet dies ein auf Sicht von zwölf Monaten erwartetes Kurssteigerungspotenzial von 170,0%. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 4,40, Kurspotenzial +120,0%) haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt, im Bull-Case-Szenario (EUR 6,30, Kurspotenzial 215,0%) gelingen Unternehmenswachstum und Margenausweitung noch schneller. Wir nehmen die Aktien der aovo Touristik AG mit einem Buy-Rating in die Research Coverage auf.

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 2,00

Kursziel: EUR 5,40

ISIN/WKN: DE0008074659 / 807465

Indizes: -

Transparenzlevel: Freiverkehr Börse München/Stuttgart

Gewichtete Anzahl Aktien: 1,399 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 2,8 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 100 Aktien

Jahresabschluss 2015: voraussichtlich Juni 2016

EUR Mio. (31/12)	2014	2015e	2016e	2017e
Nettoumsatz	14,3	16,5	18,0	19,2
EBITDA	-0,3	-0,5	-0,1	0,2
EBIT	-0,4	-0,7	-0,2	0,1
EBT	-0,3	-0,7	-0,2	0,1
EAT	-0,3	-0,7	-0,2	0,1

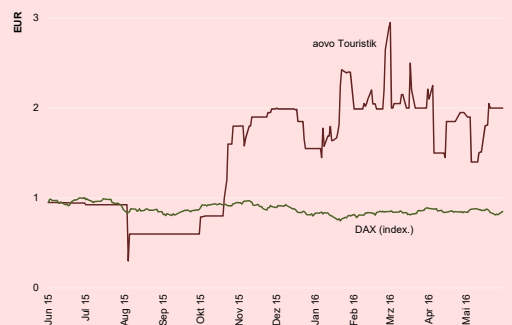
% vom Umsatz	2014	2015e	2016e	2017e
EBITDA	-2,1%	-3,3%	-0,4%	1,0%
EBIT	-2,8%	-4,0%	-1,0%	0,4%
EBT	-2,4%	-4,3%	-1,1%	0,3%
EAT	-2,4%	-4,2%	-1,1%	0,3%

Je Aktie/EUR	2014	2015e	2016e	2017e
EPS	-0,27	-0,54	-0,14	0,04
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,21	-0,08	-0,21	-0,17
Cashflow	-0,36	-0,03	-0,03	0,09

%	2014	2015e	2016e	2017e
EK-Quote	5%	-2%	-5%	-4%
Gearing	n/a	2824%	949%	1209%

x	2014	2015e	2016e	2017e
KGV	n/a	n/a	n/a	45,5
EV/Umsatz	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	3,8	n/a	n/a	n/a

EUR Mio.	2015e	2016e	2017e
Guidance: Umsatz	-	-	-
Guidance: EBIT	-	-	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

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

susanne.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Executive Summary	3
Business Profile	4
Business Profile (Forts.)	5
Aktienperformance und -volatilität	6
Unternehmenswert EUR 5,40 je Aktie – Buy	7
Führender Reiseveranstalter in Nischenmärkten	12
Unternehmensgeschichte und Management	20
Unternehmensstrategie	22
Kursperformance und Aktionärsstruktur	22
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	25
Trend zu häufigeren und kürzeren Urlaubsreisen	28
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen	38
Gewinn- und Verlustrechnung	43
Bilanz	45
Bilanz (normalisiert)	47
Cashflow-Statement	49
Auf einen Blick I	51
Auf einen Blick II	53
DCF-Modell	55
Disclaimer	57

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

Executive Summary

Einer der führenden Anbieter von Erlebnisreisen und Kurzurlauben

Das Geschäftsmodell von aovo Touristik besteht in der Entwicklung und der Vermarktung von Erlebnisreisen und Kurzurlauben, bei denen die Touristen mit dem Auto, dem Bus oder der Bahn anreisen. Innerhalb dieses Segments konzentriert sich aovo auf ausgewählte touristische Nischenmärkte wie Musical-, Wellness- und Gourmetreisen.

Computerreservierungssystem Phoenix als Alleinstellungsmerkmal

Alleinstellungsmerkmal von aovo ist Phoenix, ein nach Angaben des Managements gegenüber Alternativangeboten überlegenes Computerreservierungssystem, mit dem aovo Reisen aus einzelnen Bausteinen in Echtzeit individuell und flexibel und mit deutlich niedrigeren Stückkosten zusammenstellen kann. Damit unterscheidet sich aovo von anderen Reiseveranstaltern, die eine einmal konzipierte Reise im Nachhinein unveränderlich anbieten (müssen).

Online- und Offline-Vertriebsstrategie

Kunden von aovo sind entweder die Reisenden selbst, indem sie ihre Reise über die Website von aovo buchen, oder Unternehmen, für die aovo Reisen als White-Label-Produkt konzipiert. In letzterem Fall, der mit einem Umsatzanteil von über 90% für aovo den Normalfall darstellt, tritt aovo als B2B-Anbieter gegenüber dem Reisenden selbst nicht in Erscheinung; die Reisenden buchen vielmehr über die Vertriebsplattform eines Dritten, etwa über dessen Filialen.

Erfahrenes, wenngleich wenig kapitalmarktaffines Management

Im Alleinvorstand des Unternehmens, Gerhard Griebler, sehen wir einen ausgesprochen erfahrenen Touristiker, der allerdings bislang wenig kapitalmarktaffin war. Angaben gemäß besteht jedoch die Bereitschaft, die Präsenz an den Kapitalmärkten durch eine verstärkte Investorenansprache auszubauen.

Unternehmensstrategie: Umsatzsteigerung und Margenverbesserung

Auch wenn sich aovo als Innovationsführer im Markt für Erlebnisreisen und Kurzurlaube positioniert hat, sieht sich aovo noch nicht am Ende der Produktentwicklung. Die ambitionierten Ziele des Managements sehen eine weitere Ausdehnung der Produktpalette etwa durch hochmargige Fernreisen vor, um durch zusätzliche innovative Angebote neue Marktanteile zu gewinnen. Die dadurch erzielten Skaleneffekte sollen in Verbindung mit einem Ausbau des Direktvertriebs und einer verbesserten Kosteneffizienz zu einer nachhaltigen Erhöhung der operativen Margen des Unternehmens beitragen.

Rückkehr in die Gewinnzone erwartet

Für das kommende Jahr rechnen wir damit, dass aovo erstmals nach acht Jahren wieder operative Gewinne erzielen werden wird. Ursächlich für diese Ertragsverbesserung sind neben dem von uns erwarteten Anstieg des Geschäftsvolumens – wir rechnen für den Zeitraum 2015e-18e mit einer Umsatz-CAGR von 6,9% – insbesondere die bereits umgesetzte Stärke des Direktvertriebs in Verbindung mit einer verbesserten Kosteneffizienz, deren Auswirkungen bereits in diesem Jahr sichtbar sein werden.

Kursziel EUR 5,40 je Aktie, Buy

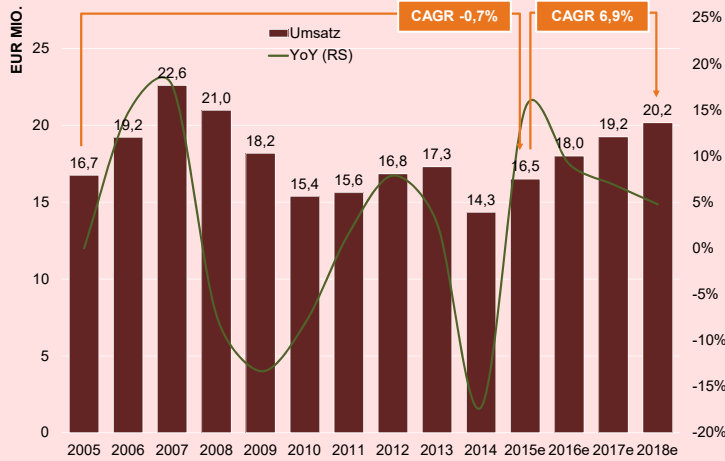
Aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell ermitteln wir ein Zwölf-Monats-Kursziel von EUR 5,40 je Aktie (Base-Case-Szenario). Aus einem Bear-Case-Szenario ergibt sich ein Kursziel von EUR 4,40, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 6,30. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 2,00 ergibt sich damit ein Base-Case-Kurspotenzial von 170,0%. Wir nehmen die aovo-Aktien daher mit einem Buy-Rating in die Research-Coverage auf.

Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** aovo hat in den vergangenen sieben Jahren ausschließlich Verluste erwirtschaftet, die **(2)** 2013 sogar eine Verlustmeldung gemäß § 92 AktG zur Folge hatten; **(3)** aovo hat in den letzten Jahren keine aktive Investor Relations-Politik betrieben und muss Kontakte zu institutionellen Small Caps-Investoren erst aufbauen; **(4)** es bestehen Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen, insbesondere vom derzeitigen Alleinvorstand Gerhard Griebler.

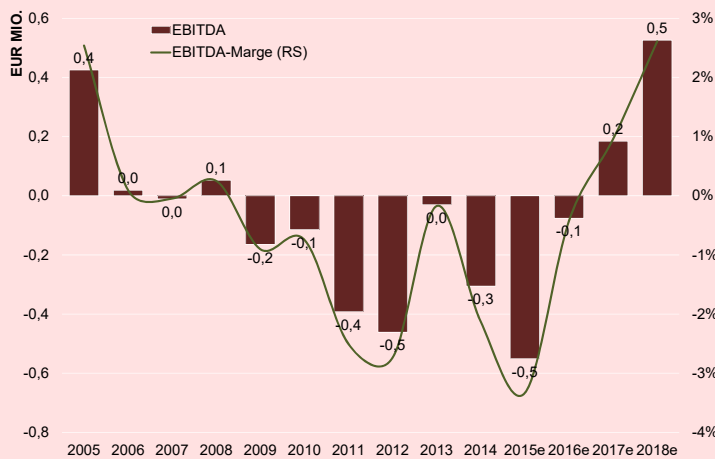
Business Profile

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2005-18E



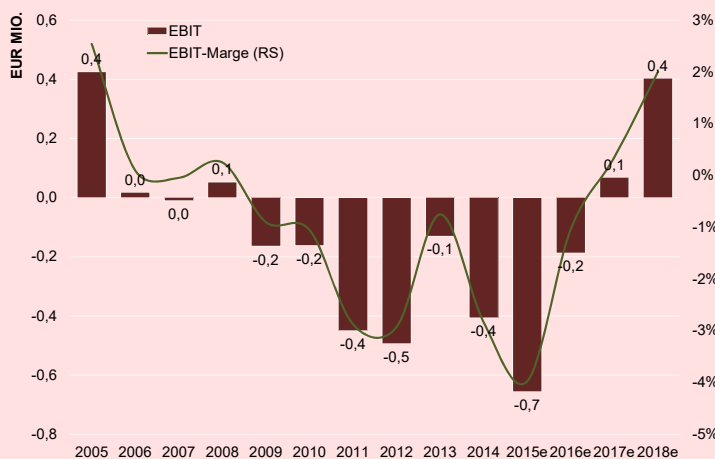
Seit 2005 belief sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Umsätze auf -0,7 %. Ursächlich für diese negative Entwicklung war neben der Finanzmarktkrise 2008/09 insbesondere die Beendigung der Zusammenarbeit mit einem führenden Anbieter von Flussschiff-fahrten, die in den vergangenen beiden Jahren für rückläufige Erlöse sorgte. Für die kommenden drei Jahre sind wir deutlich optimistischer und rechnen mit einem Anstieg der Erlöse auf EUR 20,2 Mio. (CAGR 2015e-18e 6,9%).

EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2005-18E



1aovo war in den vergangenen sieben Jahren unprofitabel – mit zuletzt sogar steigender Tendenz. In Summe mussten zwischen 2009 und 2014 Verluste von EUR -2,5 Mio. hingenommen werden. Infolge der forciert durchgeführten Kostensenkungsmaßnahmen rechnen wir im kommenden Jahr mit einer Rückkehr in die Gewinnzone und in 2018e mit einer weiteren Verbesserung der Ertragslage auf dann EUR 0,526 Mio., was letztlich einer EBITDA-Marge von 2,6% entspricht.

EBIT UND EBIT-MARGE, 2005-18E

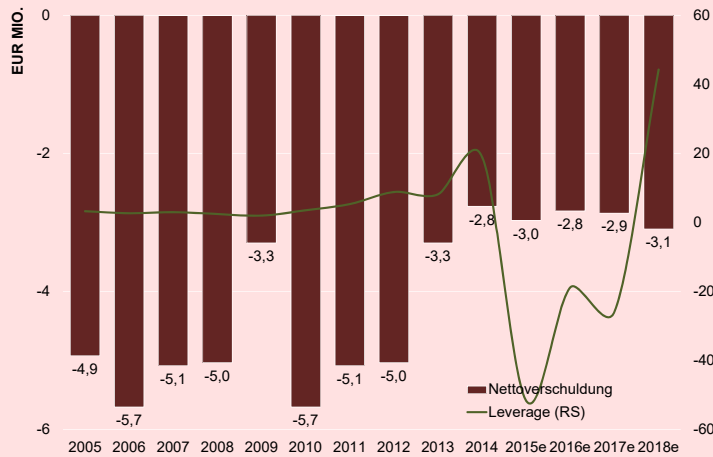


Abschreibungen spielen im Geschäftsmodell von 1aovo, das am besten als „asset light“ charakterisiert werden kann, keine nennenswerte Rolle. Das operative Ergebnis entwickelt sich daher nach unseren Schätzungen parallel zum EBITDA.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

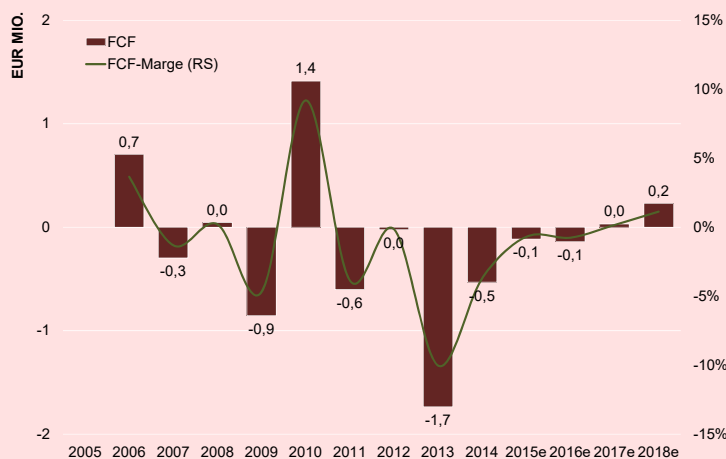
Business Profile (Forts.)

NETTOVERSCHULDUNG UND GEARING, 2005-18E



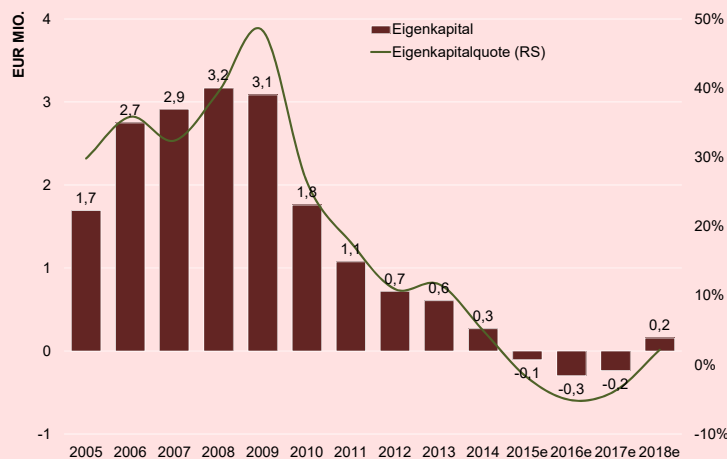
Zum Jahresende 2015e lag die Nettofinanzposition nach unseren Schätzungen bei EUR -3,0 Mio. Als unverschuldetem Unternehmen entspricht dies auch der Bruttofinanzposition.

FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE, 2005-18E



Im laufenden Jahr werden der Freie Cashflow und die Free Cashflow-Marge nach unseren Schätzungen letztmals negative Werte einnehmen. Da diese relativ gering ausfallen sollten, müssen sie nicht durch externe Eigenmittel oder die Aufnahme von Fremdkapital finanziert werden.

EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2005-18E



Im vergangenen Jahr waren die erwirtschafteten Fehlbeträge erstmals nicht mehr durch das Eigenkapital gedeckt. Das Eigenkapital war demnach negativ. Allerdings konnte durch eine Kapitalerhöhung frische Liquidität im Volumen von EUR 0,318 Mio. eingesammelt werden, die das Eigenkapital in diesem Jahr entlastet.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

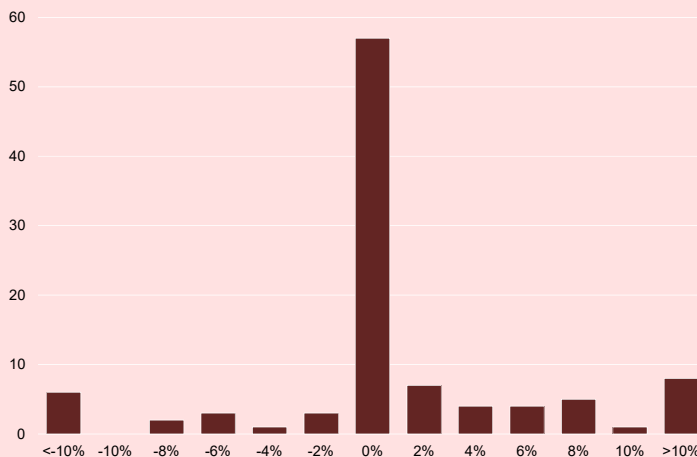
Aktienperformance und -volatilität

VOLATILITÄT



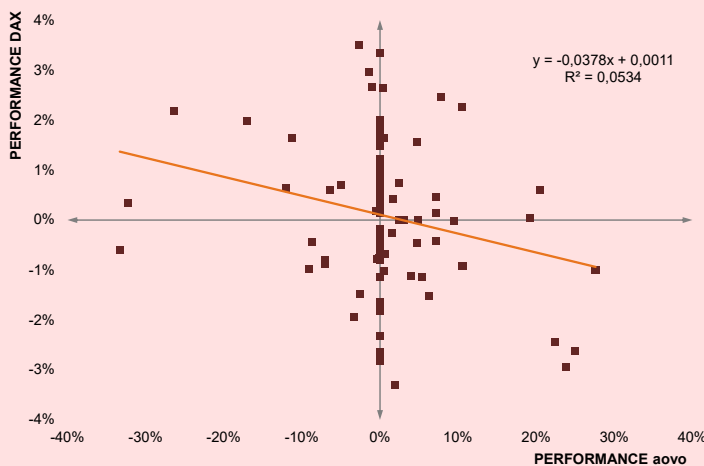
Die Aktie der aovo Touristik AG ist sehr volatil. Tagesschwankungen von mehr als 10% oder sogar 20% konnten in den vergangenen sechs Monaten des Öfteren beobachtet werden.

VERTEILUNG DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM



Dennoch zeigt das Diagramm eine rechtsschiefe Verteilung der Tagesrenditen. Den überwiegenden Teil der Handelstage wird die Aktie nicht gehandelt bzw. notiert auf ihrem Vortagsschlusskurs. Die Tagesschwankungen sind über den gesamten Wertebereich verteilt.

GESCHÄTZTES BETA DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM



Es besteht eine leicht negative Korrelation zwischen der Aktie von aovo und dem DAX.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Unternehmenswert EUR 5,40 je Aktie – Buy

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der aovo Touristik AG auf einer anhand eines standardisierten dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Modells.

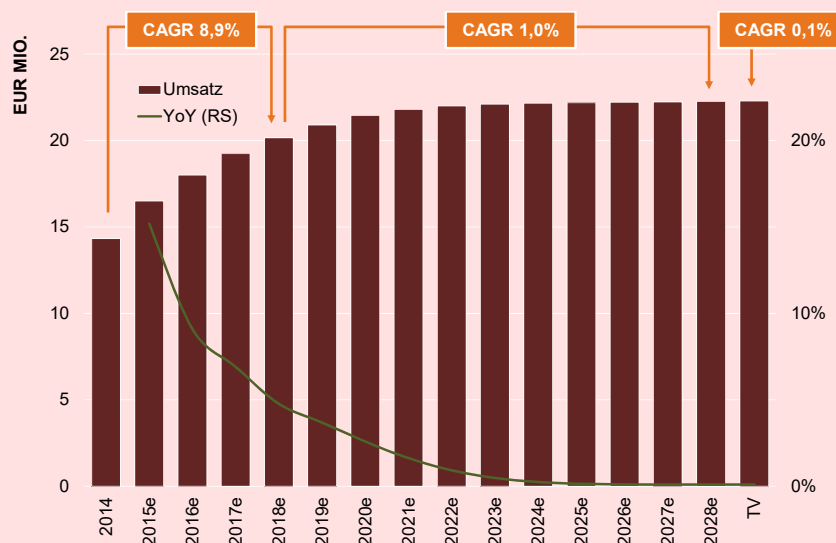
aovo konnte seit dem Börsengang per Saldo den Umsatz nicht nennenswert steigern und auch die Ertragslage blieb hinter den Erwartungen zurück. In den kommenden drei Jahren rechnen wir jedoch mit einer nachhaltigen Verbesserung der Profitabilität. Grundlage dieser Erwartung ist ein stringentes Kostensenkungsprogramm verbunden mit einer Ausweitung des Produktspektrums um höhermarginige Fernreisen. Im nachfolgenden Zehnjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2028e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des operativen Ergebnisses von 5,2% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,1%, was dem aktuellen quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einem Bear-Case- bzw. einem Bull-Case-Szenario haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Damit ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals im Base-Case-Szenario von EUR 5,40 je Aktie. Aus dem Bear-Case-Szenario ermitteln wir einen Wert des Eigenkapitals von EUR 4,40 je Aktie, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 6,30 je Aktie.

Standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Das Geschäftsmodell von aovo ist wenig kapitalintensiv. Nach mehreren Verlustjahren wird aovo nach u. E. im kommenden Jahr wieder in die Gewinnzone zurückkehren. Basis dieser Prognose ist ein umfassendes Kostensenkungsprogramm in Verbindung mit einer Ausweitung der Produktpalette um höhermarginige Fernreisen. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist demnach ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien der aovo Touristik AG.

Bis 2018e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflowplanungen 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 1,0 bzw. 0,1%.

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 unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2018e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2014-18e in Höhe von 8,9%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige Grobplanungsphase), die

2028e endet, haben wir eine konservative Prognose der Nettoumsätze mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 1,0% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,1% an.

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

- ☉ dass sich die **EBIT-Margen** von 2,0% in 2018e auf 3,0% in 2028e (Peak Margins) infolge eines sukzessiven Ausbaus höhermargiger touristischer Angebote sukzessive weiter erhöhen werden;
- ☉ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 2,5% liegen;
- ☉ ein der aktuellen wirtschaftlichen Lage geschuldetes Fundamental-**beta** von 1,4, das sich bei der relativ illiquiden Aktie der aovo Touristik AG in Ermangelung von Börsenkursen aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

Unsere Annahmen unterstellen einen deutlichen Ausbau der Marktstellung in deutschen Tourismus, insbesondere bei den höherpreisigen Reisen.

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,10
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	0,10
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,10
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	1,40

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz; bei einer geringen Anlageintensität und einem zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells profitiert aovo von einem negativen Working Capital, wodurch Wachstum mit einer Freisetzung von Liquidität verbunden ist;
- ☉ dass sich der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode nach Ablauf der steuerlichen Verlustvorträge im Jahr 2022e bei 30,0% einpendeln wird;
- ☉ eine negative EBIT-Interest Coverage Ratio 2015e; in Verbindung mit einem negativen Eigenkapital leiten wir ein synthetisches Rating von CCC ab. Unterstellen wir ferner eine Recovery Rate von 10%, errechnet sich daraus eine **Ausfallwahrscheinlichkeit** des Unternehmens im Terminal Value von 8,3% pro Jahr ab.
- ☉ dass die von aovo in den Jahren 2016-2018e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 13,3% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,4 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,1%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 9,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer (aus dem niedrigen Börsenumsatz abgeleiteten) Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem von uns ermittelten synthetischen Unternehmens-Rating von CCC sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 7,5% als

angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass aovo eine industrietypischen Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 80%/20% anstrebt;

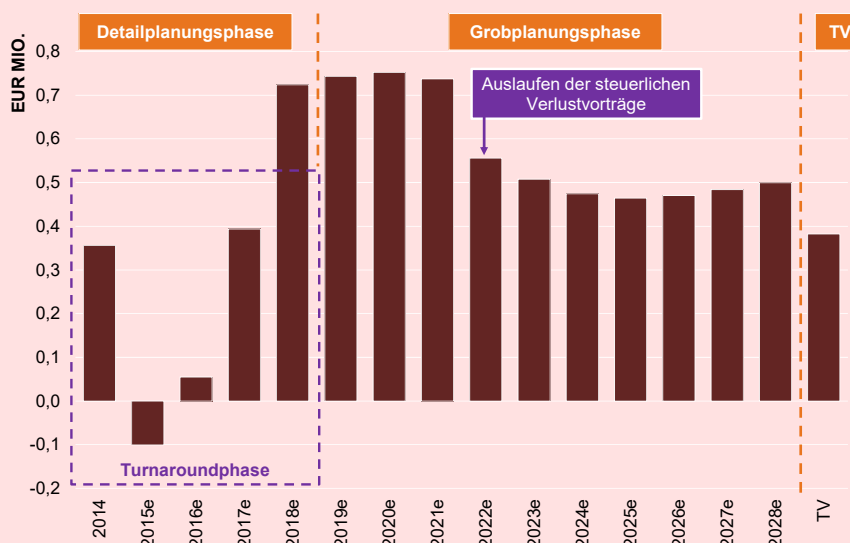
TABELLE 2: WACC (2018E)

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		12,7%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,1%
Beta		1,4
Erwartete Risikoprämie (geometrische Mittelwert)	%	9,0%
Small Cap-Prämie	%	2,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	80,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	11,8%
Kosten der Verschuldung		7,6%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,1%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	7,5%
Grenzsteuersatz	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	20,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	1,5%
WACC basierend auf Marktwerten	%	13,3%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ☹ dass aovo 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 13,3% (2018e) auf dann 5,1% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

ABBILDUNG 2: FREIE CASHFLOWS TO THE FIRM (FCFF)



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich vorstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2014 bis 2028e. Erkennbar ist, wie die Anfangs- oder Detailplanungsphase vom Turnaround der Gesellschaft profitiert und während der anschließenden Grobplanungsphase nur noch eine leichte Verbesserung der Profitabilität zu erwarten ist. Darüber hinaus haben wir für das Jahr 2022e das Auslaufen der steuerlichen Verlustvorträge modelliert. Im Terminal Value schließlich rechnen wir aufgrund des modellimmanenten Anstiegs der Reinvestitionsquote mit einem Rückgang der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes darstellt.

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 5,40 je Aktie

Der Enterprise Value der aovo liegt in unserem Modell bei EUR 4,6 Mio. Aus diesem werden etwa 18,5% über den Terminal Value abgeleitet, 21,0% bzw. 60,5% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Zuzüglich der Nettofinanzposition von EUR 3,0 Mio. (per Ende 2015e) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 7,6 Mio. Bei 1,399 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 5,40 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 5,40 je Aktie

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	1,0
in % des Gesamtwertes	%	21,0%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	2,8
in % des Gesamtwertes	%	60,5%
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	0,9
in % des Gesamtwertes	%	18,5%
Summe der Barwerte (Enterprise Value)	EUR Mio.	4,6
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0
Cash	EUR Mio.	3,0
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	7,6
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	1.399
Wert des Eigenkapitals	EUR	5,40

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- Ⓢ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario verringern wir die Terminal Value-EBIT-Marge von angenommenen 2,5% um 300 Basispunkte auf -0,5% und das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf -0,2% von 0,1%. Damit würden wir unterstellen, dass die geplante Margenverbesserung aus der Erweiterung des touristischen Angebots nur temporär wäre. In diesem Bear-Case-Szenario würde der Wert des Eigenkapitals von aovo um EUR -1,00 auf EUR 4,40 je Aktie zurückgehen.
- Ⓢ **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben, indem etwa durch die Vermarktung von Phoenix Classic ein weiteres Standbein aufgebaut wird. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 0,4% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 5,5% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir den Wert des Eigenkapitals um EUR 0,90 auf EUR 6,30 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall einen Wert des Eigenkapitals von EUR 4,40 je Aktie und im optimistischen Fall von EUR 6,30 je Aktie

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzplanungen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 5,40 je Aktie wäre aovo mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

X	Bewertung mit EUR 5,40 je Aktie		
	2016e	2017e	2018e
KGV	n/a	122,8x	19,2x
EV/Umsatz	0,3x	0,2x	0,2x
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a
KBV	n/a	n/a	48,2x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von aovo in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Aussagen über eine Verbesserung der Ertragslage aus dem Kostensenkungsprogramm; **(2)** Meldungen über einen Ausgang des Verfahrens gegen Premicon; **(3)** Erhöhung des Anteils am Direktvertrieb. Darüber hinaus sehen wir langfristig Indizien für eine Anpassung der Unternehmensbewertung nach oben, da wir aktuell aufgrund des von uns angesetzten synthetischen Ratings von CCC mit einer modellimmanent hohen Ausfallwahrscheinlichkeit im Terminal Value rechnen. Eine Verbesserung der Liquiditätsausstattung im Anschluss an ein endgültiges Gerichtsurteil würde durch eine Anpassung des synthetischen Ratings den Unternehmenswert erheblich steigern.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** Negative Ertragsentwicklung über die letzten Jahre; **(2)** Saisonalitäten bei hoher Abhängigkeit von den Wetterbedingungen insbesondere in den touristisch wichtigen Frühlings- und Sommermonaten; **(3)** grundsätzlich niedrige Markteintrittsbarrieren in einem limitierten Markt; **(4)** Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen – auch wenn aovo eine zweite Managementebene eingeführt hat.

Führender Reiseveranstalter in Nischenmärkten

Unter dem Motto „Reisen von Menschen für Menschen“ ist die 2000 gegründete aovo Touristik (aovo) AG mit bislang mehr als 850.000 verkauften Reisen bei mehr als 2 Mio. Reisenden einer der führenden Nischenreiseveranstalter in Deutschland. Das Unternehmen fokussiert sich auf die Konzeption von Paket- und Bausteinlösungen für Erlebnisreisen und Kurzurlauben in unterschiedlichen Themenfeldern wie Kultur, Event, Wellness oder Feinschmeckerei. Der größte Teil der Reiseangebote wird als White-Label-Produkt für Dritte wie Tchibo, netto, Secret Escapes oder Stage Entertainment vertrieben, demgegenüber spielt der Online-Vertrieb unter eigener Marke bislang nur eine untergeordnete Rolle.

Entwickler von Kurzurlauben im Niedrigpreissegment

Das Geschäftsmodell von aovo Touristik besteht in der Entwicklung und der Vermarktung von Erlebnisreisen und Kurzurlauben. Der Fokus des Geschäftsmodells liegt auf sogenannten erdgebundenen Reisen, bei denen die Touristen mit dem Auto, dem Bus oder der Bahn anreisen. In diesem Segment bietet aovo ein breites Sortiment von unterschiedlichen Kurzurlaubsthemen an, wobei sich das Unternehmen mehrheitlich auf günstigere Preislagen ausgerichtet hat.

Derzeit ist aovo in den folgenden Geschäftsfeldern tätig:

Geschäftsmodell: Konzeption und Vermarktung von erdverbundenen Kurzurlauben

ABBILDUNG 3: GESCHÄFTSFELDER VON AOVO TOURISTIK



aovo entwickelt und vertreibt Erlebnisreisen und Kurzurlaube in derzeit acht Themenfeldern. Insgesamt hat aovo bislang an mehr als 2 Mio. Reisende über 850.000 Reisen verkauft.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Städtereisen

Zu den Kernaktivitäten von aovo zählt die Konzeption von Städtereisen, einer für Kurzurlaube geradezu prädestinierten Reiseform. aovo bietet Städtereisen zu zahlreichen Destinationen an. Da aovo auf erdverbundene Reisen fokussiert ist, richtet sich der Großteil der Städtereisen auf Deutschland bzw. die angrenzenden Länder des europäischen Auslands wie Österreich, Frankreich oder die Tschechische Republik.

Die von aovo angebotenen Städtereisen bestehen in der Regel aus einer zweitägigen Übernachtung in einem 3-, 4- oder 5-Sterne Hotel mit Frühstück(sbuffet). Dazu können je nach Reise verschiedene Zusatzleistungen wie etwa

- ⑤ Airport-Transfer,
- ⑤ Stadtrundfahrten bzw. Stadtführungen,
- ⑤ Erlebnisführungen u. a Segway- oder Trabbi-Touren,
- ⑤ CityCards,
- ⑤ Abendessen bis hin zum Gourmetmenü oder
- ⑤ Theaterkarten

gebucht werden.

Darüber hinaus können auf der Website des Unternehmens zusätzliche individuelle Leistungen gebucht werden. Zu diesen zählen etwa Einzelzimmer, Optio-

Der Firmenname aovo leitet sich aus dem Lateinischen „a ovo“, auf Deutsch „aus dem Ei“ oder „von Anfang an“, ab.

nen zur Verlängerung des Aufenthalts oder Zustellbetten, aber auch hotelfremde Angebote wie die Buchung des Zugtickets oder einer Reise-Rücktrittsversicherung. Darüber hinaus können Touristen auch direkt destinationstypische Veranstaltungen wie Musicals buchen, die aovo auch als separate Musicalreisen anbietet.

ABBILDUNG 4: STÄDTEREISEN IN DEUTSCHLAND IN DER VERMARKTUNG (STAND MAI 2016)



Per Ende Mai 2016 bietet aovo in Deutschland Städtereisen zu aktuell 18 Destinationen an. Insgesamt werden jedoch deutlich mehr Destinationen angeboten.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Kurzurlaub

Bei Kurzurlaube orientiert sich aovo an bestimmten Themengebieten wie Gourmetreisen, Musical-, Golf- oder Radreisen. Im Kern wird dabei der Baustein Städtereisen durch eine besondere Zusatzleistung erweitert, beispielsweise bei Gourmetreisen durch das Angebot eines Feinschmeckermenüs, das häufig von nationalen und internationalen Sterneköchen zubereitet wird. Dieses findet nicht notwendigerweise in einem Restaurant statt, geboten werden vielmehr auch Abendessen in Luxus-Bussen oder auf Flussschiffen (Beispiel Seine-Rundfahrt). Bei Golfreisen besteht die Zusatzleistung in der Erlangung der Platzreife, bei Radreisen im Gepäcktransfer oder einem Radpannenservice.

Familienurlaub

Mit einer Dauer von bis zu 14 Tagen zählen Familienurlaube zu den längeren Urlaubsreisen im Angebotsspektrum der aovo. Die Unterbringung erfolgt in Ferienhäusern oder Mobile Homes bei Selbstverpflegung der Reisenden. Die Unterkünfte sind in der Regel Teil einer größeren Anlage, zum Beispiel einer Ferienanlage oder eines Campingplatzes. Hier bietet aovo mit zunehmender Tendenz auch hochpreisige Fernreisen etwa nach Südafrika mit deutlich höherer touristischer Marge an.

Urlaub mit Hund: aovo mit Vorreiterrolle

Das Konzept, einer Reise eine Zusatzattraktion hinzuzufügen und diese als neues Produktfeld anzubieten, wird auch beim Geschäftsfeld „Urlaub mit Hund“ beibehalten. Unter dem Slogan „Unterkünfte, in denen Hunde wirklich Willkommen sind“, werden in Deutschland und dem europäischen Ausland spezielle hunde-affine Hotels ausgewählt und mehrtägige (in der Regel zwei- bis sieben-tägige) Reisen zusammengestellt, bei denen auf die speziellen Wünsche und Bedürfnisse der Hundehalter eingegangen wird.

Events und Shows

Auch im Segment „Events und Shows“ werden mehrere Reisebausteine mitei-

Wir erwarten in den kommenden Jahren einen steigenden Anteil hochpreisiger Fernreisen.

nander kombiniert: Städte-, Musical- und Gourmetreisen werden mit innovativen Showelementen verknüpft. Beispiele hierfür sind ein Besuch der Bavaria Filmstadt in München, die Show der Blue Man Group in Berlin, Disneys König der Löwen in Hamburg oder die Teilnahme am ZDF-Fernsehgarten in Mainz.

Flusskreuzfahrten

Mit Flusskreuzfahrten entfernt sich aovo ebenfalls vom klassischen Niedrigpreissegment und bietet in Deutschland (Rhein, Main und Mosel), auf der Donau in Österreich und Ungarn sowie in Frankreich (Rhône und Saône) fünf- bis 14-tägige Reisen in den mittleren bis gehobenen Preissegmenten an. Schiffsreisen können auch mit Hund angetreten werden, so dass auch hier das Konzept, mehrere Produktfelder miteinander zu verbinden, beibehalten wird.

Wellnessreisen

Wellnessreisen sind zwei- bis siebentägige Reisen in speziellen Wellnessresorts- oder -hotels. In diesen können üblicherweise Hallenbad, Sauna, Dampfbad oder Whirlpool, Fitnessraum, Wellness- und Beauty-Center benutzt werden. Auch dieses Angebot liegt preislich eher am oberen Rand der für das Unternehmen üblichen Bandbreite. Wellnessreisen werden in Deutschland, Österreich, Schweiz Ungarn, Polen sowie Belgien und Frankreich angeboten, in Deutschland beispielsweise aktuell zu folgenden Destinationen:

ABBILDUNG 5: WELLNESSREISEN IN DEUTSCHLAND IN DER VERMARKTUNG (STAND MAI 2016)



Die bis zu siebentägigen Wellnessreisen sind preislich eher am oberen Rand der ansonsten von aovo angebotenen Reisen angesiedelt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Untergliederung der Angebote nach Regionen

Potenzielle Kunden, die über die Website von aovo eine Reise buchen wollen, können sämtliche Angebote auch nach Regionen auswählen. Dabei unterteilt aovo nach den Destinationen Hamburg, Berlin, München und Deutschland. Zur Auswahl stehen sämtliche Angebote aus den verschiedenen Segmenten: Für Hamburg also etwa die in den Segmenten Städte- und Musicalreisen enthaltenen Angebote.

Die Reiseangebote von aovo werden schwerpunktmäßig für Dritte, also für B2B-Kunden konzipiert, der Vertrieb über die eigene Website des Unternehmens spielt demgegenüber eine nur untergeordnete Rolle. Der größte Einzelkunde von aovo ist Angaben gemäß Tchibo, eines der größten deutschen Konsumgüter- und Einzelhandelsunternehmen.

Online- und Offline-Vertriebsstrategie

Kunden von aovo sind entweder die Reisenden selbst, indem sie ihre Reise über die Website von aovo buchen, oder Unternehmen, für die aovo die Reisen als White-Label-Produkt zusammenstellt. Letzteres ist mit einem Umsatzanteil von rund 90% die überwiegende Vertriebsform. Dabei tritt aovo als B2B-Anbieter gegenüber den Reisenden nicht unmittelbar in Erscheinung; gebucht wird vielmehr über die Vertriebsplattform eines Dritten, beispielsweise über dessen Filialen. Üblicherweise avisieren die B2B-Kunden ein bestimmtes Reisekontingent einige Monate im Voraus. Daraufhin bucht aovo bestimmte Hotel- oder Musicalkontingente und konzipiert in Verbindung mit weiteren Bausteinen die jeweiligen Pauschalreisen, die anschließend vom Vertriebspartner auf Best Effort-Basis vertrieben werden.

So werden seit 2011 zusammen mit Tchibo Hotel- und Reisegutscheine konzipiert und vermarktet. Zu den weiteren großen Kunden von aovo zählen darüber hinaus Discounter und Supermärkte wie Netto, Aldi oder Edeka, der viertgrößte deutsche Reiseveranstalter FTI Group, das Hotelunternehmen Lindner und Luxair, die nationale Fluggesellschaft Luxemburgs.

ABBILDUNG 6: WHITE-LABEL-VERTRIEBSPARTNER VON AOVO (AUSWAHL)

aovo Touristik AG	
Hotels	Tourismus
Ameron Hotels	Secret Esapes
Lindner	Deutsches Fußball Museum
Discounter	rtk
Aldi	TravelBird
Edeka	Mehr Entertainment
netto	Luxair
Tchibo	Schmetterling Reisebüros
Online	Vente-privee.com
amazon	99 Urlaubsideen

In der Regel tritt aovo als B2B-Anbieter gegenüber den Reisenden nicht unmittelbar in Erscheinung; gebucht wird vielmehr über die Vertriebsplattform eines Dritten, beispielsweise über dessen Filialen. Dabei avisieren die B2B-Kunden ein bestimmtes Reisekontingent, woraufhin aovo bestimmte Hotel- oder Musicalkontingente bucht und in Verbindung mit weiteren Bausteinen die jeweiligen Pauschalreisen konzipiert.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Zentrales Element der Wertschöpfung und gleichzeitig Alleinstellungsmerkmal von aovo ist Phoenix, das unternehmenseigene Reiseveranstaltersystem. Während Wettbewerber von aovo im Normalfall eine einmal konzipierte Reise unveränderlich anbieten müssen, werden die von aovo über Phoenix angebotenen Reisen aus einzelnen Bausteinen in Echtzeit individuell zusammengestellt. Wie mit einem Legosystem ist aovo durch Phoenix in der Lage, ungleich flexiblere Angebote zu erstellen als Wettbewerber.

Treiber des Wachstums

Die Touristikindustrie befindet sich in einem grundlegenden Umbruch. Abgesehen von terroristischen Ereignissen stellen insbesondere die Informations- und Buchungsmöglichkeiten des Internets traditionelle Tourismusunternehmen vor große Herausforderungen. Dies hat zur Folge, dass in den vergangenen Jahren Angebote von Reiseleistungen abseits der klassischen Vertriebswege deutlich an Akzeptanz gewonnen haben. Branchenfremde Marktteilnehmer sind in die-

sem Fall jedoch auf das Know-how etablierter Tourismusunternehmen angewiesen, die ihnen die gewünschten Touristikprodukte als White Label-Produkt anbieten. Durch seine Aufstellung ist aovo für diese Unternehmen nach unserer Einschätzung ein idealer Partner.

Phoenix: Reisen à la carte

Zentrales Element der Wertschöpfung von aovo ist das touristische Computerreservierungssystem (CRS) "Phoenix" von Dertour, für das aovo weitreichende Auswertungslizenzen besitzt.

Computerreservierungssysteme sind vernetzte Informationssysteme, über welche die angeschlossenen Parteien, zum Beispiel Reisebüros, sämtliche Informationen zu Preisen, Verfügbarkeiten und Buchungsmöglichkeiten von Flügen, Hotels, Mietwägen, Fähren, Kreuzfahrten, Bahnen, Bussen und Pauschalreisen abfragen sowie Kundendaten und Leistungen erfassen, verarbeiten und buchen können.

Technisch erfolgt bei einem Computerreservierungssystem die Anbindung des Rechenzentrums des CRS-Betreibers an möglichst viele verschiedene Leistungsträger wie Beherbergungs-, Verpflegungs- und Transportbetriebe. Dadurch können die Anfragen der Reisebüros direkt an die verschiedenen Leistungsträger weitergeleitet werden.

Mit Hilfe eines Computerreservierungssystems erfolgt die Konzeption von Reisen durch einen Reiseveranstalter. Während die meisten CRS statische Systeme sind, ermöglicht Phoenix als dynamisches System auch spätere Veränderungen einer einmal konzipierten Pauschalreise durch den Reiseveranstalter.

ABBILDUNG 7: WERTSCHÖPFUNGSKETTE DER TOURISMUSINDUSTRIE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cloud-basiertes Computerreservierungssystem

Phoenix ist ein vom Reiseveranstalter Dertour entwickeltes, cloud-basiertes Computerreservierungssystem, für das aovo umfangreiche Nutzungsrechte besitzt. Mit seiner Hilfe kann aovo sämtliche Elemente der touristischen Wertschöpfungskette, insbesondere also

- Ⓢ Produktkonzeption,
- Ⓢ Reservierung,
- Ⓢ Avisierung,
- Ⓢ Kunden- und Agenturenmanagement,
- Ⓢ Leistungsträger, Kunden- und Agenturenabrechnungen,
- Ⓢ Beschwerdemanagement,
- Ⓢ Kommunikation und
- Ⓢ Data Warehousing

mit einem einzigen IT-System und ohne die umständliche Pflege von Schnittstellen abdecken.

Zusätzlich hat aovo über Individualverträge, bei denen aovo mit Leistungsträ-

gern individuelle Verträge abschließt, oder über Regelverträge, bei denen aovo langfristige Kontingent- und Preisverträge abschließt, unterschiedliche, vorab definierte Zugriffsrechte bzw. -prioritäten auf die einzelnen Produkte der jeweiligen Leistungsträger. Aus diesen einzelnen Produkten werden von aovo Reisen „paketierte“. Diese Paketbildung erfolgt anhand von unterschiedlichen Kategorien wie Unterkunft, Anreise oder Vor-Ort-Transport (siehe Abbildung 8):

ABBILDUNG 8: DIENSTLEISTUNGSSPEKTRUM VON PHOENIX

Unterkunft	Transport	Vor-Ort-Transport	Sonstige
Hotels	Charterflüge	Mietwagen	Tickets
Appartements	Linienflüge	Motorrad	Seminare/Meetings
Clubs/Camps	Spezialflüge	Camper	Theater/Konzerte
Privatunterkunft	Fähren	ÖPNV	Versicherungen
Hotelschiffe	„Rail Inclusive“-Tours	Tours	Transfer/Gepäckservice
Suiten	Kreuzfahrten	Pre-Conventions	Produkte ohne Stammdaten
Ferienhäuser	Busse	Post-Conventions	Pre-Check-In
			Übersetzungsservice
			Guides/Sightseeing
			Matchmaking
			Katalogversand

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Ende dieses Jahres wird aovo exklusiver Lizenznehmer von Phoenix

Nachdem Dertour bis spätestens Mitte 2018e mit "Phoenix Unlimited" ein internes Nachfolgesystem einführen wird, gehen vertragsgemäß alle Rechte inklusive dem Source-Code von Phoenix „Classic“ auf aovo über. Im Zuge dieses Übergangs wird aovo das System Angaben gemäß zunächst für die eigenen Reiseveranstalteraktivitäten nutzen, später könnte diese Aufstellung jedoch erweitert werden. So wird derzeit intern darüber diskutiert, die Phoenix-Dienstleistungen nach einer Ausgründung auch für externe Dritte wie etwa Reiseveranstalter anzubieten.

Unter dem Arbeitstitel "Travel Trading Company – TTC" könnte Phoenix, das bislang nur für die Konzeption von Dertour-Reisen zum Einsatz kommt, nach dem Übergang auf aovo als eigenständige Lösung am Tourismusmarkt etabliert werden. Hierzu ist geplant, das System um weitere Dienstleistungsmodule zu ergänzen, unter anderem

- ⑤ **Business Services:** Ein Full-Service-Angebot, das die gesamte Prozesskette eines Reiseveranstalters inklusive IT-Infrastruktur und optionaler Module abdeckt;
- ⑤ **Komplett-Service:** Abdeckung der rechtlichen und versicherungstechnischen Verantwortungen des Veranstalters;
- ⑤ **B2B-Marktplatz:** Angebot, Nachfragen und Verhandeln von touristischem Content, Verbindung der Anbieter (Airlines, Hotelketten etc.) mit den Kunden im Sinne einer Börsenfunktion.

ABBILDUNG 9: ALTERNATIVE COMPUTERRESERVIERUNGSSYSTEME

WBS Blank Software	Bewotec Da Vinci	ISO Pacific	Adcom Res
<p>Vorteile</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Etabliertes System Ⓢ Preiswürdig 	<p>Vorteile</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Etabliertes System Ⓢ Umfangreicher Funktionsumfang Ⓢ Eigenes Reisebüro-Modul (JackPlus) 	<p>Vorteile</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Moderne System-/Datenarchitektur Ⓢ Stetige Erweiterungen (SMM, Caching) Ⓢ Zahlreiche APIs 	<p>Vorteile</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Geeignet für Destinations-Management Ⓢ Gute Ansätze als Veranstaltersystem
<p>Nachteile</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Unzeitgemäße System-/Datenarchitektur (keine Erneuerung in Planung) Ⓢ Benutzerunfreundlich Ⓢ Eingeschränkter Funktionsumfang Ⓢ Unklare Nachfolgeregel 	<p>Nachteile</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Nicht-webbasierte System-/Datenarchitektur Ⓢ Verlässlichkeit der Umsetzung (Anbindung Drittsysteme) Ⓢ Hohes Preisniveau (Einmalige und laufende Kosten) 	<p>Nachteile</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Hoher Reifegrad des Systems Ⓢ Voraussichtlich gehobenes Preisniveau (einmalige und laufende Kosten) 	<p>Nachteile</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Kein Referenzkunde, der das System in Deutschland nutzt
<p>Referenzkunden</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Alltours Ⓢ Big Xtra Ⓢ Berge & Meer Ⓢ ITS/Jahn/Tjaereborg Ⓢ Phoenix Reisen Ⓢ Schauinsland Reisen 	<p>Referenzkunden</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ TUI Cruises/Hapag Lloyd Kreuzfahrten 	<p>Referenzkunden</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Bislang kein Referenzkunde in Deutschland 	<p>Referenzkunden</p> <ul style="list-style-type: none"> Ⓢ Bislang kein Referenzkunde in Deutschland

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Durch die Fokussierung auf Kurz- und Städtereisen im deutschsprachigen Raum ist aovo von den typischen touristischen Saisonalitätseffekten in einem geringeren Ausmaß betroffen als andere Tourismusunternehmen. Gleichzeitig profitiert das Unternehmen (1) von einem im Zeitablauf steigenden Anteil der Urlaubsreisen innerhalb Deutschlands und (2) von einer wachsenden Neigung der Deutschen zu Kurzurlaube. Gleichzeitig baut aovo seinen Marktanteil bei hochmargigen Fernreisen sukzessive weiter aus.

Fokussierung auf Kurz- und Städtereisen im deutschsprachigen Raum

Mit fast 240 Mio. Urlaubsreisen ist Deutschland die aktivste Reisenation in Europa. Knapp zwei Drittel der Reiseziele liegen im eigenen Land, wobei es sich dabei überwiegend um Kurzreisen von weniger als drei Nächten handelt.

Die Bereitschaft, den Urlaub in Deutschland zu verbringen, ist von unterschiedlichen Faktoren abhängig, unter denen

- Ⓢ das Haushaltseinkommen,
- Ⓢ das erwartete Wetter und
- Ⓢ das Alter der Reisenden

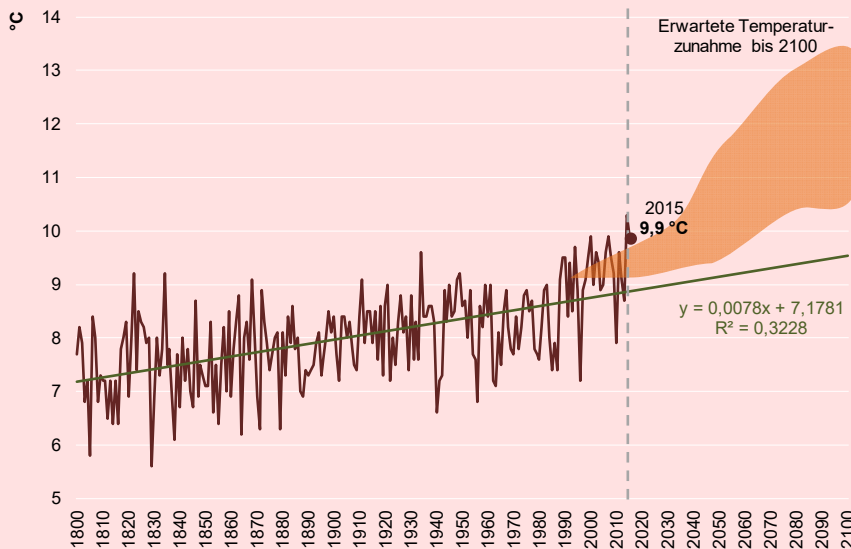
die bedeutendsten sind. Verschiedene Entwicklungen und Veränderungen in diesen Faktoren führen nach unserer Einschätzung dazu, dass Inlands- und Kurzurlaube – mithin die Schwerpunktangebote der aovo – immer beliebter bei den Reisenden werden.

Die Klimaverschiebung und auch ...

Im vergangenen Jahr hat in Deutschland die Jahresmitteltemperatur 2015 mit 9,9 °C den bisherigen Rekordwert von 10,3 °C aus dem Jahr 2014 nur knapp verfehlt. Damit lagen die Temperaturen um 1,9 °C über dem vieljährigen Mittelwert von 8,0 °C, wie er für den Zeitraum 1800-2013 gemessen wurde. Je nach Szenario wird die Temperatur in Deutschland bis zum Ende des Jahrhunderts nach den Prognosen des Deutschen Wetterdienstes zwischen etwa 1 und 3 °C ansteigen. Der stärkste Temperaturanstieg wird dabei in den Wintermonaten

erwartet.

ABBILDUNG 10: TEMPERATURMITTELWERTE, 1800-2015 UND PROGNOSE BIS ZUM JAHR 2100



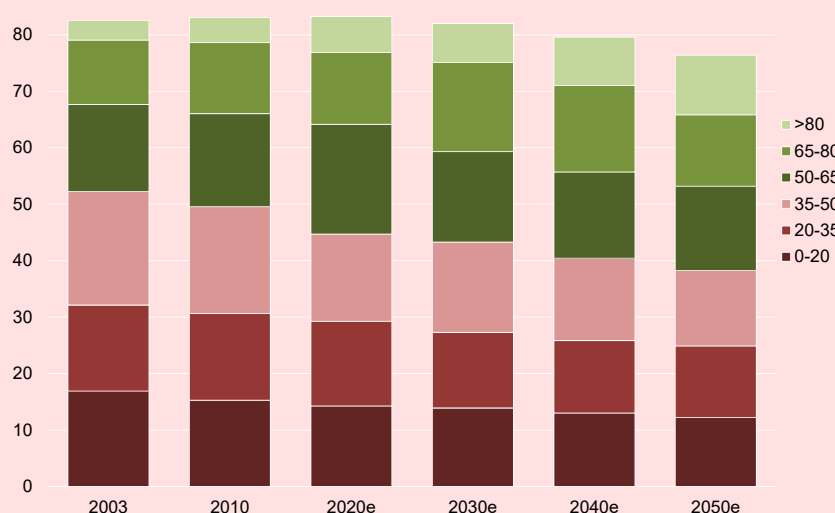
In Deutschland war das Jahr 2015 mit einer Durchschnittstemperatur von 9,9 °C das nach 2014 wärmsten Jahr seit Beginn regelmäßiger Temperaturmessungen im Jahr 1881.

QUELLE: DWD, SPHENE CAPITAL

... demographische Aspekte wirken sich langfristig positiv auf aovo aus

Gemäß einer viel beachteten Studie des DIW wird sich der Anteil der Unter 20-Jährigen von derzeit 20,5% bis 2050 auf 16,0% und der Anteil der 20- bis 59-Jährigen von 55,0% auf 47,0% verringern. Ansteigen wird dagegen der Anteil der Über 60-Jährigen, und zwar von 24,0% auf 37,0% und der Anteil der Über-80-Jährigen von 4,2% auf 13,8%. Entsprechend wird sich bis 2050 auch das mittlere Alter verschieben, das die Bevölkerung in zwei zahlenmäßig gleich große Gruppen teilt: Gegenwärtig liegt es bei rund 41 Jahren; 2050 wird dagegen bereits die Hälfte der Bevölkerung älter als 48 Jahre sein. Auch in absoluten Zahlen wird die Altersgruppe der Über 50-Jährigen ihre Bedeutung ausbauen: Waren 2003 noch 30,3 Mio. Menschen älter als 50 Jahre, werden 2050e bereits 38,1 Mio. Menschen über 50 Jahre alt sein.

ABBILDUNG 11: ALTERSSTRUKTUR DER BEVÖLKERUNG, 2003-2050E



Die Bedeutung der Über 50-Jährigen wird von 2003 bis 2050e nicht nur prozentual von 36,7% auf 49,9% ansteigen, sondern ihre Zahl wird auch absolut von 30,3 Mio. (2003) auf 38,1 Mio. (2050e) zunehmen.

QUELLE: DIW DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG, SPHENE CAPITAL

Unternehmensgeschichte und Management

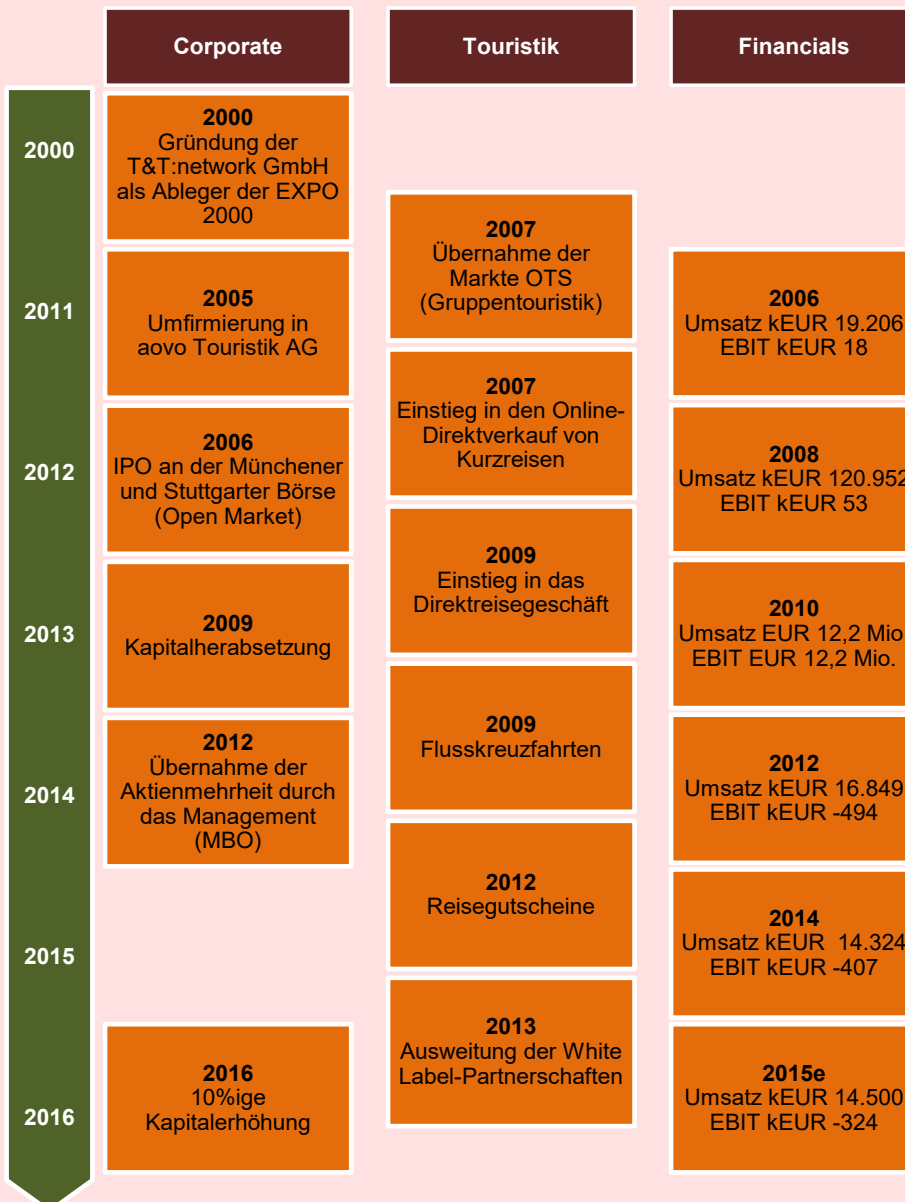
Die aovo Touristik AG (aovo) wurde im Jahr 2000 gegründet. 2006 folgte der Börsengang an der Stuttgarter und der Münchener Börse. Im Januar dieses Jahres konnte eine 10%-ige Kapitalerhöhung erfolgreich platziert und frisches Kapital in Höhe von EUR 0,318 Mio. eingeworben werden.

Überblick über die Unternehmensgeschichte

Gegründet wurde die aovo Touristik AG im Jahr 2000 unter der Firma T&T network GmbH als Ableger der EXPO 2000 in Hannover, wo auch heute noch der Unternehmenssitz ist. Zur Finanzierung der Unternehmensexpansion erfolgte im Jahr 2006 der Börsengang im Freiverkehr der Börsen München und Stuttgart. Anfang dieses Jahres wurde erstmals seit dem IPO über eine Kapitalerhöhung frisches Kapital eingeworben.

Nach einer 10%-igen Kapitalerhöhung Ende letzten Jahres beträgt das Grundkapital der Gesellschaft EUR 1,399 Mio.

ABBILDUNG 12: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

aovo Touristik wird derzeit von einem Alleinvorstand geleitet, der von zwei Bereichsleitern unterstützt und einem sechsköpfigen Aufsichtsrat kontrolliert wird. Hervorzuheben ist nach unserer Einschätzung in beiden Gremien die hohe touristische Kompetenz mit langjähriger Erfahrung.

Rückläufige Anzahl von Mitarbeitern

Zum Jahresende 2015 beschäftigte aovo 45 Mitarbeiter – gezählt auf Basis von FTEs (Full Time Equivalents) – und damit fünf Mitarbeiter weniger als ein Jahr zuvor. Dies ist auf die Beendigung der Kooperation mit einem führenden Anbieter von Flussschiffkreuzfahrten zurückzuführen, für die im Jahr 2013 erhebliche personelle Kapazitäten aufgebaut worden waren. Alle Mitarbeiter sind am Headquarter in Hannover beschäftigt, Niederlassungen o. ä. existieren nicht. Die Mitarbeiter setzen sich zum überwiegenden Teil aus Tourismus-Fachkräften zusammen.

Management mit langjähriger Erfahrung

Der Alleinvorstand des Unternehmens, Gerhard Griebler, ist ein ausgesprochen erfahrener Touristiker. Seine Karriere begann Herr Griebler mit einer Lehre in der Hotellerie. Nach einem Studium der Betriebswirtschaftslehre für Hotel und Touristik in Koblenz und einem anschließenden Managementtrainee spezialisierte sich Herr Griebler bereits auf das Thema Kurz- und Erlebnisreisen mit Schwerpunkt Effizienz. Weitere berufliche Stationen umfassen die Projektleitung bei der Expo2000 Hannover GmbH, die Geschäftsführung der Deutsche Entertainment AG und die Hauptabteilungsleitung Kurzreisen/Corporate Travel/Freizeitparks/Zentraler Hoteleinkauf bei der Deutschen Reisebüro GmbH.

Allerdings ist das Management bislang wenig kapitalmarktaffin. Angaben gemäß besteht jedoch die Bereitschaft, die Präsenz an den Kapitalmärkten durch eine verstärkte Investorenansprache, sowohl durch One-on-Ones als auch durch die regelmäßige Teilnahme an Kapitalmarktkonferenzen auszubauen.

Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat setzt sich satzungsgemäß aus sechs Mitgliedern zusammen, ist nach dem gesundheitsbegründeten Ausscheiden eines Mitglieds derzeit jedoch lediglich mit vier Mitgliedern besetzt:

- ⑤ **Dr. Norbert Stoeck** ist Aufsichtsratsvorsitzender. Er ist Unternehmensberater und für die internationalen Consulting-Aktivitäten von Roland Berger für Messen, Konferenzen und Mega-Events verantwortlich.
- ⑤ **Ulf Meyer-Kessel** ist stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender des Unternehmens. Als Partner der Hamburger Steuerberater- und Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Dr. Lüders & Partner ist Ulf Meyer-Kessel als Rechtsanwalt mit Schwerpunkt Steuerrecht und Steuerberater tätig.
- ⑤ **Gudrun Schön** war bis vor einem Jahr Geschäftsführerin der DER Touristik.
- ⑤ **Dr. Jürgen Steuer** ist Alleinvorstand der Münchener Beteiligungsgesellschaft U.C.A. AG, die mit 41,7% der Aktien auch größte Einzelaktionärin ist.

Unternehmensstrategie

Die Unternehmensstrategie von aovo basiert auf zwei Säulen: **Erstens einer Steigerung der Umsätze, zweitens einer Verbesserung der operativen Marge. Mittelfristig sollen dadurch die Grundlagen für eine deutliche und zugleich nachhaltige Verbesserung der Ertragslage des Unternehmens mit einer Rückkehr in die Gewinnzone gelegt werden.**

Beschleunigung des organischen Wachstums

Obwohl in den vergangenen Jahren zahlreiche neue Reiseformate entwickelt wurden, sieht sich aovo noch nicht am Ende der Produktentwicklung. aovo plant im Gegenteil, die Produktpalette nochmals auszuweiten und durch innovativen Content Marktanteile zu gewinnen. Eine dadurch beschleunigte Marktdurchdringung ist nach unserer Einschätzung durchaus angebracht, zumal von aovo erhebliche organisatorische Skaleneffekte genutzt werden können.

Erstens: Beschleunigung des organischen Wachstums

Verbesserung der operativen Marge

Das zweite Ziel einer nachhaltigen Margenverbesserung soll zum einen durch eine Stärkung des Direktvertriebs, zum anderen durch eine verbesserte Kosteneffizienz erreicht werden. Nach Einschätzung des Managements sollte es dabei möglich sein, das gestiegene Leistungsvolumen verstärkt durch automatisierte Prozesse abzudecken und weniger durch manuelle Arbeiten. Derzeit werden nur etwa 5% der Reisen über die eigene Internetseite direkt an Endkunden vermarktet, mehr als 90% der Reisen werden dagegen als White-Label-Produkt für Dritte organisiert. Über die eigene Internetseite sollen zukünftig deutlich mehr Reisen (Zielvorgabe 10-15%) vermarktet werden, wobei vor allem automatisierte Prozesse zum Einsatz kommen sollen.

Zweitens: Ausbau der operativen Marge

Kursperformance und Aktionärsstruktur

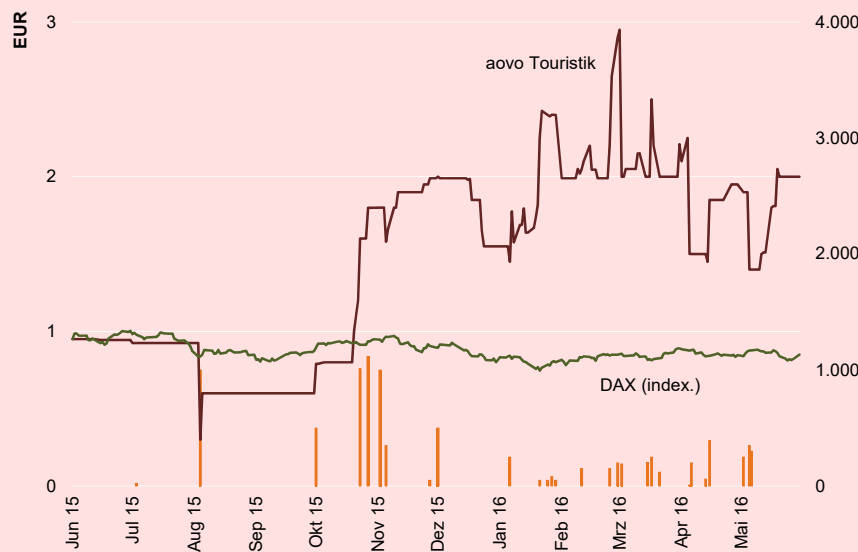
Seit dem Börsengang im Jahr 2006 hat sich der Kurs von EUR 5,00 auf aktuell EUR 2,00 mehr als halbiert. Das Allzeithoch der Aktie lag bei EUR 5,70 (Mai 2007), der Tiefststand bei EUR 0,60 (August 2015). Auch gegenüber dem DAX konnten Aktionäre bislang nur eine deutliche Underperformance erzielen. YTD und LTM zeigt die Aktie allerdings eine Erholung auf, was zum einen technische Ursachen hat, aus unserer Sicht aber auch auf die Aussicht auf die für 2017e avisierte Rückkehr in die Gewinnzone zurückzuführen ist.

Kursperformance LTM

In den vergangenen zwölf Monaten legte die Aktie um insgesamt 110,5% zu, im selben Zeitraum hat der DAX um 10,5% nachgegeben. Damit zählt die aovo-Aktie zu den besten Aktien Deutschlands – erstmals über einen so langen Zeitraum seit dem Börsengang im Jahr 2006.

In den Jahren zuvor war der Aktienkurs von einer dauernden Schwäche gekennzeichnet. So hat sich der Kurs seit dem Börsengang im Jahr 2006 auf ein Pennystock-Niveau von unter EUR 1,00 mehr als gefünftelt. Erst Mitte vergangenen Jahres setzte eine Gegenbewegung ein, die den Aktienkurs auf inzwischen EUR 2,00 anheben ließ. Auf diesem Niveau scheint sich der Aktienkurs inzwischen eingependelt zu haben.

ABBILDUNG 13: PERFORMANCE, LTM



Aufgrund des geringen Handelsvolumens von durchschnittlich weniger als 1.000 Stück Aktien pro Tag sollten börsliche Orders streng limitiert werden.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Börsengang der Gesellschaft 2006

Der Börsengang von aovo erfolgte Mitte Dezember 2006 zum Preis von EUR 5,00 je Aktie und damit am unteren Ende der bis EUR 7,00 reichenden Bookbuilding-Spanne. Die Erstnotiz wurde mit EUR 4,70 festgestellt. Bei 210.000 Stück Aktien wurden damit insgesamt rund EUR 1,0 Mio. platziert.

Aktuell werden die Aktien von aovo im unregulierten Freiverkehr der Münchener und Stuttgarter Wertpapierbörsen gehandelt. Unternehmen in diesen Freiverkehrsegmenten müssen einen testierten Konzern-Jahresabschluss samt Konzern-Lagebericht spätestens sechs Monate nach Beendigung des Berichtszeitraums veröffentlichen, den verkürzten Halbjahresbericht spätestens nach drei Monaten. Ein Finanzbericht über das erste bzw. dritte Quartal ist demgegenüber nicht verpflichtend. Mit dem Inkrafttreten der neuen Marktmissbrauchsregelung der EU unterliegen jedoch auch Unternehmen im Freiverkehr ab Juli der Pflicht zur Ad hoc-Publizität sowie den verschärften Insiderregelungen und -verboten.

Seit der 10%-igen Kapitalerhöhung Anfang dieses Jahres besteht das Grundkapital der Gesellschaft aus 1,4 Mio. Stück Aktien. Hauptaktionäre der Gesellschaft sind die börsennotierte U.C.A. AG sowie das Management bzw. der Aufsichtsratsvorsitzende. Damit ist die Verwaltung der Gesellschaft durch einen hohen Anteilsbestand incentiviert. Aktuell liegt der Free Float des Unternehmens bei 7,1%. Auf dem aktuellen Kursniveau von EUR 2,00 je Aktie entspricht dies einer Free Float-Marktkapitalisierung von EUR 0,2 Mio.

Stabile Eigentümerstruktur

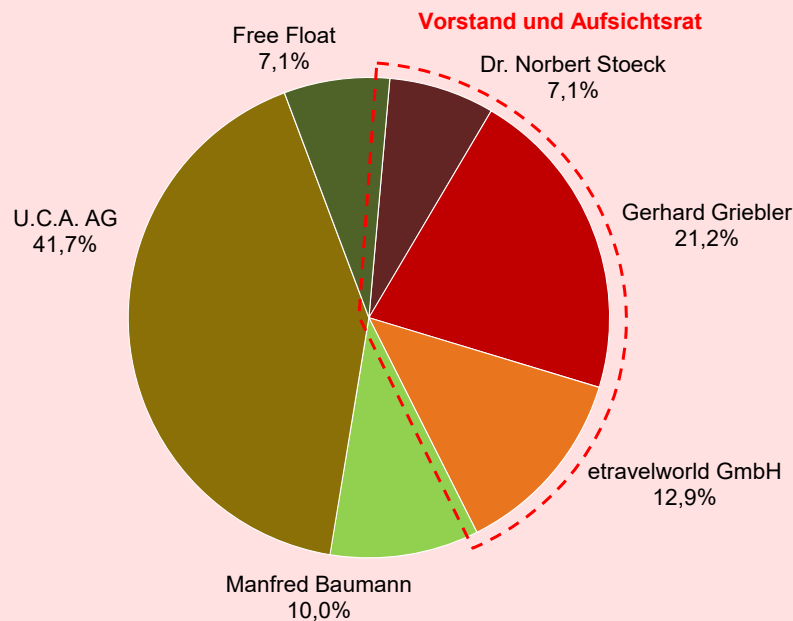
Bei Unternehmen des Münchener Freiverkehrs sind Investoren nicht zur Bekanntgabe des Über- oder Unterschreitens von Schwellenwerten verpflichtet. Wir gehen davon aus, dass nach wie vor die Münchener Beteiligungsgesellschaft U.C.A. AG mit rund 583.000 Aktien bzw. 41,7% der Anteile die größte Einzelaktionärin der Gesellschaft ist.

Das Management des Unternehmens und der Aufsichtsrat, der aus unserer Sicht ebenfalls als langfristiger Investor eingestuft werden kann, halten zusammen derzeit rund 28,4% der Aktien. Diesen sind im Übrigen auch die Anteile der etravelworld GmbH hinzuzurechnen, an der Herr Griebler mit 51% bzw. Dr. Stoock mit 34% beteiligt sind. Damit befinden sich rund 41,2% der Aktien mittel- oder unmittelbar in den Händen von Vorstand und Aufsichtsrat.

Insgesamt dürften sich die Anteile der strategischen Investoren auf rund 82,9% summieren. Der Streubesitz der Gesellschaft liegt nach der Anfang dieses Jah-

res durchgeführten Kapitalerhöhung bei 7,1%.

ABBILDUNG 14: AKTUELLE AKTIONÄRSSTRUKTUR



Bereits seit 2006 ist U.C.A. AG, eine Münchener Beteiligungsgesellschaft, an aovo beteiligt und ist mit von uns geschätzten 41,7% heute die größte Einzelaktionärin der Gesellschaft.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Vorläufig keine Dividende erwartet

Vor dem Hintergrund der bevorstehenden Investitionen in das zukünftige Wachstum wird nach unserer Einschätzung von aovo aktuell nicht erwartet, dass Dividenden ausgeschüttet werden. Wir können uns daher für unseren aktuellen Prognosehorizont keine Gewinnausschüttung vorstellen.

Bis einschließlich 2018e rechnen wir nicht mit einer Dividendenausschüttung.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

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

Stärken

- ⑤ **Fokus auf das wachstumsträchtige Segment der Kurzurlaube:** Durch die exklusive Nutzung des Travel Management Systems Phoenix ist aovo nach unserer Einschätzung einer der flexibelsten Reisveranstalter in Deutschland. Diese Stärke kann aovo insbesondere in der Konzeption von Kurzurlaube und Städtereisen ausspielen. In dieser Nische ist aovo aus unserer Sicht gleichzeitig Innovationsführer. Einige der bislang von aovo entwickelten Themenreisen wie Musical- oder Gourmetreisen haben auch heute noch Alleinstellungsmerkmale im deutschen Tourismusmarkt. Deutlich höhere Buchungszahlen als vergleichbare Themenreisen anderer Anbieter belegen, dass diese Innovationsstrategie auch unter ökonomischen Aspekten Wettbewerbsvorteile sichert.
- ⑤ **Breite White Label-Kundenpalette bei hoher Kundentreue:** aovo hat eine breite Palette von White Label-Kunden. Abhängigkeiten von einzelnen Kunden können nicht festgestellt werden. Überdies konnten Umfragen belegen, dass die Kundenbeziehungen tendenziell langfristig angelegt sind.
- ⑤ **Langjähriges Know-how:** Alleinvorstand Gerhard Griebler zählt innerhalb der Branche zu den Tourismusexperten. Unter anderem war er in den 1990er-Jahren bei Dertour an der Entwicklung von Phoenix maßgeblich beteiligt. Dieses Know-how kann das Unternehmen heute beispielsweise bei der Konzeption neuer Themenreisen nutzen.
- ⑤ **Erhebliche Prozesschancen:** 2013 hat aovo mit einer Tochter des führenden deutschen Anbieters für Flussschiffkreuzfahrten, Premicon, einen umfassenden Dienstleistungsauftrag abgeschlossen. Dieser wurde allerdings nur kurze Zeit später von Premicon überraschend gekündigt. Gegen die Kündigung hat aovo rechtliche Mittel eingelegt. Sollte aovo den in München anhängigen Schadenersatzprozess gewinnen, könnte dies für aovo einen Mittelzufluss von über EUR 1 Mio. zur Folge haben.
- ⑤ **Gute Planbarkeit der Ertragslage:** Besondere Risiken hinsichtlich der Erreichung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen ergeben sich aus unserer Sicht vor allem aus exogenen Faktoren, insbesondere dem Wetter, nicht jedoch aus der Struktur des Unternehmens. Wir sehen derzeit keine Hinweise dafür, dass unsere Ergebnisprognosen des laufenden Jahres nicht erreicht werden.
- ⑤ **Rein organisches Wachstum:** Die bislang erreichte Marktstellung wurde ausschließlich durch organisches Wachstum erreicht. Risiken aus externem Wachstum bestehen daher bislang nicht.
- ⑤ aovo ist **nur in geringem Maße Währungsrisiken** ausgesetzt: Sowohl auf der Kosten- als auch auf der Umsatzseite wird vollständig in Euro kontrahiert.
- ⑤ **Stabile Aktionärsstruktur:** Aus unserer Sicht weist aovo eine stabile Eigentümerstruktur auf. In den vergangenen Jahren hat sich keine der derzeit relevanten Aktionärsgruppen von Anteilen getrennt.
- ⑤ **Potenzielle Übernahmespekulationen:** Als gering verschuldetes Small Cap-Unternehmen mit attraktiven Alleinstellungsmerkmalen erscheint das Unternehmen als ein grundsätzliches Übernahmeziel für international tätige Tourismusunternehmen.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von aovo:

Schwächen

- ⑤ **Abhängigkeiten vom Management:** aovo wird von einem Alleinvorstand geleitet. Dieser ist sehr erfahren, weshalb sich jedoch Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen vermuten lassen.
- ⑤ **Fehlende Profitabilität:** Auf Jahresebene konnte aovo in den vergangenen sieben Jahren kein positives Betriebsergebnis erzielen. In den vergangenen beiden Jahren hat sich die Profitabilität sogar tendenziell noch verschlechtert. Insgesamt sind zwischen 2009 und 2015e operative Verluste in Höhe

von EUR -2,5 Mio. angefallen. Verluste in dieser Größenordnung sind nicht allein auf Marktgegebenheiten zurückzuführen, sondern auch auf einen relativ hohen Personalbestand, der insbesondere nach dem Abschluss einer Kooperation mit einem führenden Anbieter von Flusskreuzschiffahrten aufgebaut wurde. Im Rahmen eines stringenten Kostenmanagements wurde der Personalbestand im vergangenen und dem laufenden Jahr deutlich reduziert, so dass die Gesellschaft im kommenden Jahr nach unserer Einschätzung in die Gewinnzone zurückkehren wird. Ungeachtet dessen hat die Reputation des Unternehmens am Kapitalmarkt gelitten.

- Ⓢ **Abhängigkeit von Einzelkunden:** Die bedeutendsten fünf Kunden sind nach unseren Schätzungen für etwa zwei Drittel der Gesamtumsätze verantwortlich. Zwar sind die Kundenbeziehungen aufgrund der hohen Flexibilität der von aovo angebotenen Reiseangebote langfristig ausgelegt, doch kann eine Abhängigkeit von diesen Kunden nicht bestritten werden.
- Ⓢ **Verlustmeldung:** 2013 musste aovo den Verlust nach § 92 AktG von mehr als der Hälfte des Grundkapitals anzeigen. Als Gegenmaßnahme konnte Anfang dieses Jahres eine 10%-ige Kapitalerhöhung platziert werden, die einen Mittelzufluss von insgesamt EUR 0,318 Mio. zur Folge hatte. Ungeachtet dessen gehen wir für die Dauer unseres Prognosezeitraumes als Folge der kurzfristig weiterhin anfallenden Verluste von einer negativen Eigenkapitalquote aus.
- Ⓢ **Keine Kapitalmarkterfahrung:** aovo hat in den letzten Jahren kaum aktive Investor Relations-Politik betrieben und muss Kontakte zu institutionellen Small Caps-Investoren erst sukzessive aufbauen.
- Ⓢ **Geringe Transparenzbereitschaft:** Unterjährig ist aovo als Unternehmen des Freiverkehrs in München und Stuttgart nicht zur Veröffentlichung von Quartals- oder Halbjahresabschlüssen verpflichtet. In der Vergangenheit war das Management nicht bereit, seine Aktionäre außer der Reihe über die Ertragslage und die Solvenz der Gesellschaft zu informieren. Insofern ist die Berichterstattung auf den Jahresabschluss beschränkt. Darüber hinaus beschränkt sich aovo auf eine deutschsprachige Berichterstattung, Abschlüsse oder Präsentationen in englischer Sprache gibt es nicht, und auch die Homepage ist bislang nur in deutscher Sprache verfügbar.
- Ⓢ **Liquiditätsrisiko der Aktie:** Mit einer Marktkapitalisierung von aktuell EUR 2,8 Mio. und einer Free Float-Marktkapitalisierung von EUR 0,2 Mio. ist aovo ein echter Micro-Cap und für ein Engagement zahlreicher institutioneller Investoren zu klein. Mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von wenigen hundert Stück Aktien pro Tag muss bei einem Engagement auch die geringe Liquidität der Aktie berücksichtigt werden.

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

Chancen

- Ⓢ **Profiteur der zunehmenden Anzahl von Kurzurlaube:** Insbesondere, aber nicht nur in Zeiten konjunktureller Krisen und Terrorgefahren, ist der Trend der Deutschen zum Urlaub im eigenen Land und der Trend zu alternativen und nachhaltigen Tourismusangeboten ungebrochen. Während die Übernachtungszahlen in Deutschland stetig steigen, nimmt die durchschnittliche Aufenthaltsdauer der Gäste tendenziell ab. Von der daraus abzuleitenden wachsenden Beliebtheit von Kurzurlaube sollten Anbieter wie aovo überdurchschnittlich profitieren können.
- Ⓢ **Hohe Marktfragmentierung und Wettbewerbsintensität in der Tourismusindustrie:** Auf dem Markt für Reiseveranstaltungen stehen sich wenige sehr große, einzelne mittlere und sehr viele sehr kleine Unternehmen gegenüber. Eine starke Position trotz der hohen Wettbewerbsintensität haben vor allem Unternehmen, denen es gelingt, ihren Gästen intensive Erlebnisse und nachhaltige Eindrücke zu einem attraktiven Preis zu vermitteln.
- Ⓢ **Profiteur des demographischen Wandels in den europäischen Industriestaaten:** Im Zuge des demographischen Wandels wird das touristische Marktsegment der älteren Menschen weiter anwachsen, darüber hinaus bleiben ältere Menschen tendenziell immer länger aktiv. Chancen für die Tourismusindustrie ergeben sich nach unserer Einschätzung durch zielgruppenbezogene Themenangebote in den Bereichen Wellness- und Ge-

sundheit.

- ⑤ **Management der Saisonalitätseffekte:** Grundsätzlich ist die Tourismusbranche durch eine hohe Saisonalität bzw. dem Erreichen von unterjährigen Buchungsspitzen in den Sommermonaten Juli und August sowie von Tiefständen in den Wintermonaten Dezember und Januar gekennzeichnet. Zwar sind auch Kurzurlaube von derartigen Saisonalitäten gekennzeichnet, verglichen mit den üblichen Mustern sind diese jedoch deutlich geringer ausgeprägt, zumal seit Jahren ein ausgeprägter Trend zu Zweit- und Dritturlaube festgestellt werden kann.

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

Risiken

- ⑤ **Zyklizität der Tourismusindustrie:** Die Tourismusindustrie ist eine stark zyklische Branche. Neben den klassischen Wirtschaftszyklen stellen auch terroristische Bedrohungen, Streiks (etwa bei der Bahn oder der Lufthansa) oder Seuchen (Ebola-Epidemie in Westafrika, Zika-Virus in Brasilien) Bedrohungen für einen unerwarteten und markanten Abschwung der Tourismusindustrie dar.
- ⑤ **Hohe Wettbewerbsintensität:** aovo ist in einem wettbewerbsintensiven Umfeld tätig. Das Unternehmen steht im Wettbewerb mit anderen Reiseveranstaltern, die häufig ein Vielfaches größer sind als aovo und über erheblich größere finanzielle Ressourcen verfügen.
- ⑤ **Niedrige Markteintrittsbarrieren:** Da die Konzeption von Kurzurlaube wenig kapitalintensiv ist und auch keinen Patentschutz genießt, ist es prinzipiell jedem Tourismusunternehmen möglich, vergleichbare Angebote wie aovo zu konzipieren. Eine Eingrenzung erfährt diese Aussage durch die erheblichen Vorlaufzeiten, die der Aufbau des Know-hows für vergleichbare Angebote mit sich bringt. Nichtsdestotrotz steht das Unternehmen vor der dauernden Aufgabe, sich von potenziellen und tatsächlichen Wettbewerbern durch die Antizipation neuer Trends und Bedürfnisse in einer sich rasch wandelnden Tourismusindustrie abzugrenzen.
- ⑤ **Hohe Preissensitivität:** Trotz des hohen Stellenwerts von Urlaubsaktivitäten in Deutschland sind die Kunden von aovo nach unserer Einschätzung stark preissensitiv. In einer Industrie, die von einer geringen Kundenbindung gekennzeichnet ist, werden Urlaubsreisen letztlich auch über den Preis verkauft.
- ⑤ **Abhängigkeit von externen Faktoren.** Als konsumptives Wirtschaftsgut wird das Buchungsverhalten in der Tourismusindustrie in erheblichem Maße von externen Faktoren wie Naturkatastrophen, terroristischen Anschlägen oder Epidemien beeinflusst. Diesen Abhängigkeiten versucht aovo durch seine Konzentration auf den deutschen Tourismusmarkt zu entgehen, der von derartigen ökonomischen oder sozialen Einflüssen bislang weitgehend verschont wurde.

Trend zu häufigeren und kürzeren Urlaubsreisen

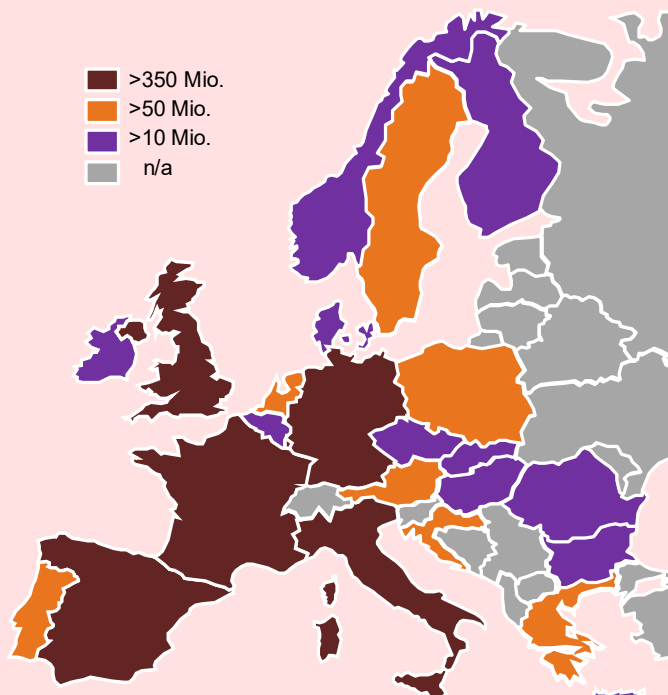
Mit fast 240 Mio. jährlichen Urlaubsreisen jährlich sind die Deutschen die aktivste Reisenation in Europa und nach China und den USA das Land mit den höchsten Reiseausgaben weltweit. Knapp zwei Drittel der Reiseziele befinden sich im Inland. Etwas mehr als die Hälfte der Reisen sind Kurzreisen mit einer Dauer von weniger als drei Nächten. Das Reiseverhalten spiegelt dabei sowohl kurzfristige Präferenzen wider – wie aktuell die Sicherheit der Reiseziele – als auch langfristige Trends – wie eine wachsende Unternehmungslust und steigende Ansprüche an die Aktivitäten während des Urlaubes sowie eine zunehmende unterjährige Unternehmungslust der Bürger.

Mit Blick auf die aktuellen Terrorismusrisiken und andere weltweite Krisenherde zeigt sich die Tourismusindustrie nach Einschätzung des ITB World Travel Trends Report der Messe Berlin grundsätzlich robust: die Menschen lassen sich nicht vom Reisen abhalten, passen aber ihre Reiseziele der persönlichen Risikoeinschätzung an. Laut ITB Report sind die weltweiten Tourismusankünfte mit Ausnahmen von 9/11 und der Finanzkrise 2008/09 jährlich zwischen 4% und 5% gestiegen. 2015 erhöhten sich die Ankunftsahlen um 4,6%, im laufenden Jahr erwartet die IPK International ein etwas niedrigeres Wachstum von 3% weltweit bzw. von 2% für Europa.

Europäische Tourismusindustrie mit stabilem Wachstum

Europa ist mit einem Anteil von 51,4% die größte Tourismusregion (gemessen an den ankommenden internationalen Touristen) weltweit. Mehr als 5% des europäischen Bruttoinlandsprodukts werden im Tourismus erwirtschaftet, der Beschäftigtenanteil liegt auf vergleichbarem Niveau. Bei Einbeziehung aller angrenzenden bzw. mit touristischen Einrichtungen verbundenen Bereiche lassen sich sogar mehr als 10% des europäischen BIP und knapp 10 Mio. Beschäftigte direkt und indirekt der Tourismusbranche zurechnen. Nach Ansicht der World Tourism Organization dürfte der grenzüberschreitende Tourismus in Europa bis 2030 um jährlich knapp 2% von zuletzt 588 Mio. (2014) auf über 700 Mio. Ankünfte pro Jahr ansteigen und dabei jährlich zur Schaffung von rund 100.000 neuen Arbeitsplätzen beitragen.

ABBILDUNG 15: ANZAHL DER ÜBERNACHTUNGEN 2015



Nach vorläufigen Eurostat-Schätzungen erreichten die Übernachtungszahlen in der EU im vergangenen Jahr einen neuen Rekord von 2,8 Mrd. Übernachtungen (+3,2% YoY). Top-Destinationen waren

Spanien (421 Mio., +4,3% YoY), Frankreich (413 Mio., +2,8% YoY), Italien (385 Mio., +1,8% YoY) und Deutschland (379 Mio., +3,3% YoY).

Gezählt werden die Anzahl der Übernachtungen von in- und ausländischen Touristen in Hotels, Campingplätzen und anderen Tourismusunterkünften.

QUELLE: EUROSTAT, SPHENE CAPITAL

Vertrag von Lissabon regelt den besonderen EU Zuständigkeitsbereich

Aufgrund der großen volkswirtschaftlichen Bedeutung wurde der EU im Rahmen des Lissabon-Vertrages, Artikel 195, eine besondere Zuständigkeit zur Förderung des Tourismusangebotes in den Mitgliedsstaaten eingeräumt. Damit kann die EU die Tourismuspolitik der Mitgliedsstaaten ergänzen, um

- ⑤ günstige Rahmenbedingungen für die im Tourismus tätigen Unternehmen zu schaffen und
- ⑤ die Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten insbesondere durch den Austausch bewährter Verfahren zu unterstützen.

Dazu werden Tourismusprojekte auch mit Mitteln aus den EU-Strukturfonds und im Rahmen des COSME-Programms (Programme for the Competitiveness of Enterprises and SMEs) gefördert. Die Entscheidungen über mögliche Förderungen treffen die für die regionalen Förderprogramme zuständigen Landesbehörden der Länder.

Mehr als die Hälfte der Urlaubsreisen sind Kurztrips zwischen ein und drei Tagen. Mit Ausnahme von Belgien, Luxemburg, Malta und Slowenien werden die meisten Urlaubstage im eigenen Land verbracht; mehr als zwei Drittel dieser Inlandsurlaube dauern jedoch höchstens drei Tage.

TABELLE 8: REISEZIELE UND URLAUBSDAUER 2014

Land	Trips gesamt (1.000)	Kurztrips (1.000)	Trips > 4d (1.000)	Kurztrips Inland (%)	Trips > 4d Inland (%)	Anteil Inland (%)
AUT	22.470	12.633	9.837	37,2%	13,9%	51,1%
BEL	13.031	4.896	8.136	11,3%	6,0%	17,3%
BUL	3.774	2.196	1.578	52,7%	31,3%	84,0%
CRO	8.173	4.974	3.200	42,8%	23,4%	66,2%
CYP	2.495	1.217	1.278	39,6%	12,4%	52,0%
CZE	32.693	20.675	12.018	58,8%	23,9%	82,7%
DEN	31.792	23.512	8.280	64,3%	9,9%	74,2%
ESP	127.933	88.701	39.232	66,5%	25,5%	92,0%
EST	3.998	3.058	940	58,4%	5,9%	64,3%
FIN	37.605	28.011	9.594	62,2%	14,5%	76,7%
FRA	226.261	119.794	106.467	49,7%	38,2%	87,9%
GBR	159.414	89.976	69.438	49,9%	17,3%	67,2%
GER	236.910	122.242	114.668	43,7%	21,2%	64,9%
GRE	6.334	1.893	4.441	27,9%	60,9%	88,8%
HUN	17.317	11.628	5.689	53,7%	18,9%	72,6%
IRE	11.910	6.821	5.089	41,3%	9,2%	50,5%
ITA	54.993	28.507	26.485	45,4%	33,7%	79,1%
LET	4.620	3.313	1.306	60,2%	10,3%	70,5%
LIT	4.438	2.779	1.659	48,8%	10,9%	59,7%
LUX	1.845	849	997	1,4%	0,3%	1,7%
MAL	510	222	288	26,0%	5,0%	31,0%
NED	42.280	22.021	20.259	42,1%	16,5%	58,6%
POL	48.630	25.276	23.354	48,0%	30,9%	78,9%
POR	14.656	10.382	6.953	67,3%	22,7%	90,0%
RUM	17.387	10.433	6.953	59,6%	34,5%	94,1%
SLK	4.531	2.960	3.732	33,6%	23,0%	56,6%
SLO	4.531	2.960	1.570	34,3%	7,3%	41,6%
SWE	38.963	26.573	12.390	59,2%	17,3%	76,5%
EU-28	1.182.025	678.873	503.152	50,5%	24,4%	74,9%

QUELLE: EUROSTAT, SPHENE CAPITAL

Deutsche Urlauber bevorzugen das eigene Land

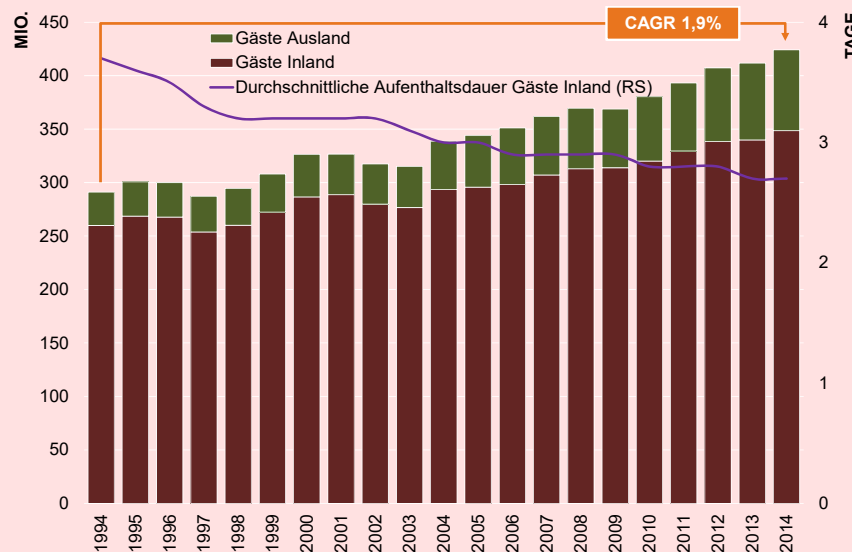
Das beliebteste Reiseziel der Deutschen ist mit großem Abstand das eigene Land. Laut EU-Statistik entfiel die Wahl bei 64,9% der deutschen Urlaubsreisen auf Ziele im Inland. Noch lieber zu Hause bleiben unter anderem Spanier und Portugiesen mit 92,0% bzw. 90,0%, Griechen mit 88,8%, Franzosen mit 87,9%,

2015 zählte das statistische Bundesamt 436 Mio. Inlandsübernachtungen (+2,9% YoY).

aber u. a. auch Tschechen mit 82,7% und Italiener mit 79,1%.

Bei der absoluten Anzahl der Urlaubsreisen im eigenen Land wird Deutschland dagegen mit Ausnahme von Frankreich von keinem seiner europäischen Nachbarn übertroffen: Insgesamt zählte das Statistische Bundesamt im vergangenen Jahr 436 Mio. (+2,9% YoY) Übernachtungen in Gästebetrieben ab zehn Betten bzw. Stellplätzen, von diesen entfielen 357 Mio. (+2,3% YoY) auf Gäste aus dem Inland. In den vergangenen zehn bzw. fünf Jahren lag die CAGR der Gesamtübernachtungen bei 2,4% bzw. 2,8%; bei den Übernachtungen aus dem Inland erreichte die CAGR 1,9% bzw. 2,2%.

ABBILDUNG 16: ÜBERNACHTUNGEN IN DEUTSCHLAND



Die Übernachtungszahlen gelten für Beherbergungsbetriebe in Deutschland mit mindestens zehn Betten bzw. Stellplätzen.

QUELLE: DESTATIS, SPHENE CAPITAL

Trend zu häufigeren, jedoch zeitlich kürzeren Urlauben im Inland

Der vorstehenden Abbildung zu entnehmen ist aber auch, dass trotz eines kontinuierlichen Anstiegs der Übernachtungszahlen die durchschnittliche Aufenthaltsdauer der Gäste bei Inlandsreisen im Vergleich zu 2004 von 3,0 Tagen auf 2,7 Tage in 2015 zurückgegangen ist. Der Trend im Inland geht damit zu häufigeren, jedoch zeitlich kürzeren Urlaubsreisen, was nach unserer Einschätzung durchaus mit einer wachsenden Unternehmungslust und steigenden Ansprüchen der Kunden zu erklären ist: Die Menschen wollen immer häufiger auch unterschiedliche Aktivitäten erleben.

Kurzurlaube als Tourismusfaktor mit steigender Bedeutung

Nicht erfasst werden in den Daten des Statistischen Bundesamtes neben Kleinbetrieben und privaten Vermietern von Ferienhäusern- und Wohnungen auch Tagesausflüge ausgehend vom Wohnort. Zusätzlich zu den Urlaubs- und Kurzurlaubsreisen unternahmen die Deutschen im vergangenen Jahr 517,6 Mio. Tagesreisen ohne Übernachtung. 94% davon gingen – nicht überraschend – ins Inland. Diese unterjährigen Freizeitaktivitäten wurden in einer Erhebung des dwif (Deutsches Wirtschaftswissenschaftliches Institut für Fremdenverkehr e. V.) ausgewertet. Demnach liegen die Tagesausflugsziele im Durchschnitt rund 66 km (einfache Strecke) vom Wohnort entfernt.

Die Streuung der Entfernungsdaten ist dabei relativ breit: Während rund 60% der Tagesausflüge innerhalb von 50 km einfache Strecke stattfinden, liegen die Ziele bei 13% der Ausflüge in einer Entfernung von über 150 km. Für besondere Unternehmungen und Ziele nehmen die Menschen demnach auch weite Strecken in Kauf.

Als wichtigste Motive für diese Ausflugsfahrten hat das dwif in der Reihenfolge ihrer Bedeutung (1) Besuche von Verwandten und Freunden, besondere Ein-

Vor allem Kurzurlaube und Tagesreisen spiegeln eine wachsende unterjährliche Unternehmungslust der Kunden wider.

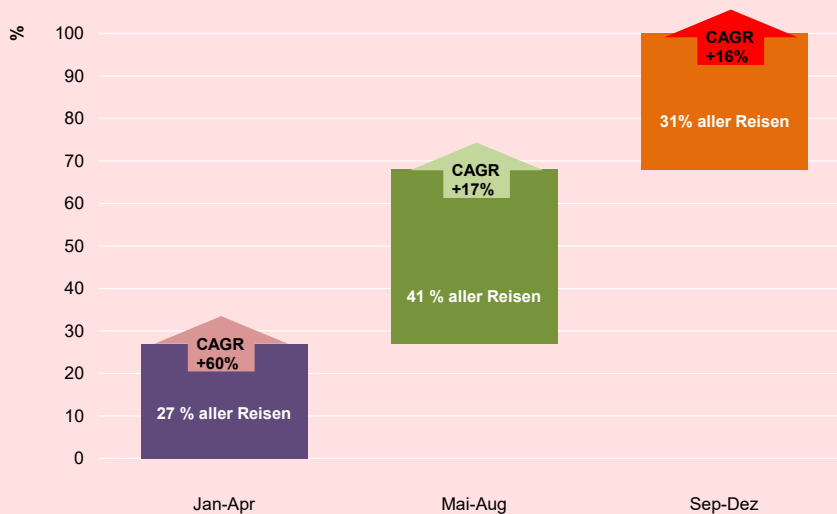
kausfahrten und – von jeweils gleichrangiger Bedeutung – (2) besondere Aktivitäten wie u. a. Baden, Skifahren oder Wandern sowie (3) den Besuch von Sehenswürdigkeiten und auch Attraktionen ermittelt.

Tendenzielle Abschwächung der Saison-Effekte

Diese Beobachtung bei den Tagesreisen findet ihre Entsprechung auch bei den Urlaubsreisen. Mit dem Trend zu mehr, aber kürzeren Urlaubsreisen, erfolgt generell eine Zunahme der unterjährigen Reisetätigkeit. Zwar ist der Tourismus weiterhin ein saisonales Geschäft, bei dem 41% der Reisen weltweit in den Sommermonaten zwischen Mai und August stattfinden, die stärksten Zuwachsraten verzeichneten in den vergangenen Jahren jedoch die Monate Januar bis April.

Zwar sind Frühling und Sommer die nach wie vor reiseintensivsten Monate, am stärksten aber stieg die Reisetätigkeit von 2007 bis 2014 in den Monaten Januar bis April (CAGR +60%).

ABBILDUNG 17: SAISONALITÄT DER REISETÄTIGKEIT (CAGR 2007-2014)



In Deutschland erfolgten 2014 nach Zahlen des Statistischen Bundesamtes 43% der Übernachtungen in den Sommermonaten (Mai bis August), mit den meisten Übernachtungen im Juli und August.

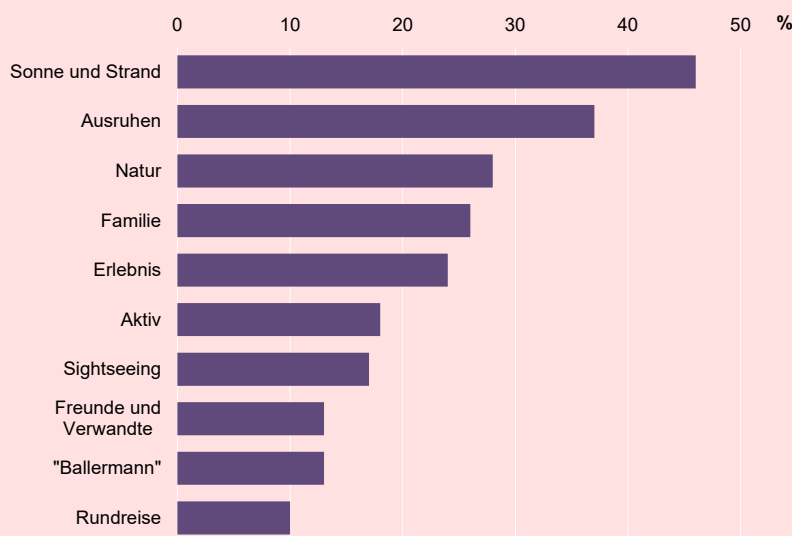
QUELLE: MESSE BERLIN, ITB WORLD TRAVEL TRENDS REPORT, SPHENE CAPITAL

Besonders ausgeprägt ist die saisonale Glättung laut ITB World Travel Trends Report bei Städtereisen. Demzufolge fielen 2014 nur noch 52% der Städtereisen in die Sommermonate, nachdem im Jahr 2007 noch fast zwei Drittel der Städtereisen in den Monaten Mai bis August unternommen worden waren. Die wichtigsten Städtereisemonate sind August und Mai, an dritter und vierter Stelle folgen aber bereits die Monate April und Dezember.

Entwicklung der touristischen Angebote

Nach den Angaben des DRV (Deutscher ReiseVerband) buchten die Deutschen Urlauber 2015 mehr als 40% ihrer Urlaubsreisen (ab fünf Tagen) als Pauschal- oder Bausteinreisen organisiert mit Hilfe von Veranstaltern. Diese erwirtschafteten 2015 Umsätze in Höhe von EUR 27,3 Mrd. (+3,8% YoY). Dabei stehen wenigen sehr großen Unternehmen einzelne mittlere und sehr viele sehr kleine Unternehmen gegenüber. Die sechs größten Reiseveranstalter erreichten 2015 Umsätze von zusammen EUR 16,2 Mrd. und damit einen Umsatzanteil von knapp unter 60%. Mit mehr als 2.500 Unternehmen ist der Reiseveranstaltermarkt in Deutschland stark fragmentiert.

ABBILDUNG 18: MOTIVE BEI DER URLAUBSENTSCHEIDUNG



Gefragt, was sie in ihrem Urlaub erleben möchten, nannten 46% Sonne und Strand, doch mit Natur, Familie, Erlebnis, Aktiv und Sightseeing spielen unterschiedliche Aktivitäten eine wichtige Rolle bei der Urlaubsentscheidung. Grundlage für die Befragung waren Urlaubsreisen >5 Tage, die Befragten konnten dabei mehrere Urlaubsarten nennen.

QUELLE: FÜR REISEANALYSE, SPHENE CAPITAL

Die meistgebuchte Urlaubsform der Deutschen ist der Strandurlaub; 2015 gaben mehr als 35% der Deutschen an, während der vergangenen zwölf Monate einen Urlaub am Strand und Meer verbracht zu haben. Trotzdem wird das Tourismuswachstum der nächsten Jahre nach Ansicht der World Tourism Organisation vor allem von Angeboten jenseits des klassischen Strandtourismus getragen sein. Diese alternativen Urlaubsformen profitieren laut der World Tourism Organisation von den nachfolgenden Einflussfaktoren und Trends, wobei sie sich zu unterschiedlichen Urlaubsformen vermischen. Genannt werden:

- ⑤ steigende Ansprüche als Folge zunehmender Reiseerfahrungen, weshalb die Kunden immer neue Ziele und Produktangebote erkunden;
- ⑤ die europäische Integration, die Liberalisierung des Luftverkehrs und der Ausbau der Straßennetze, welche die Mobilität und den grenzüberschreitenden Tourismus fördern;
- ⑤ eine Tendenz zu kürzeren und häufigeren Urlauben über das gesamte Jahr verteilt;
- ⑤ eine wachsende Unternehmungslust, welche durch unterschiedliche Aktivitäten während desurlaubes befriedigt wird;
- ⑤ der demographischen Wandel, wobei vor allem die Älteren – „Best Ager“ – immer länger aktiv bleiben;
- ⑤ und schließlich ein steigendes Umweltbewusstsein.

Ausruhen, Rundreise und Erlebnis – Wachstumsdynamik bei Kreuzfahrten
Neben Landausflügen und Städtebesuchen steht bei Kreuzfahrten das Reiseerlebnis an sich im Mittelpunkt, also zusätzliche Unterhaltungsprogramme, die Nutzung von Sport- und Freizeiteinrichtungen, Animations- und Abendveranstaltungen sowie die Verpflegung auf dem Schiff. Der Deutsche Reiseverband zählte 2014 rund 1,8 Mio. Hochseekreuzfahrturlauber. Damit erlebte die Branche in den vergangenen 20 Jahren annähernd eine Verzehnfachung der Passagierzahlen. Anbieter sind sowohl Reedereien und Seereiseveranstalter mit langfristigen Charterverträgen als auch Reiseveranstalter als Zubucher. Dazu kommen häufig von Zeitungsverlagen oder Clubs angebotene Leser- und Clubreisen, die zur besseren Auslastung auch an freie Kunden vermarktet werden. Die durchschnittliche Reisedauer einer Kreuzfahrt lag 2015 bei 8,7 Nächten. Als Kehrseite zu einer wachsenden Beliebtheit stoßen prominente Kreuzfahrtziele, so z. B. Städte wie Venedig und Barcelona, zunehmend an ihre Kapazitätsgrenzen, weshalb bereits über Besuchergrenzen in einigen Städten diskutiert wird.

Angebote jenseits des klassischen Strandtourismus prägen das Wachstum

Von der Luxus- zur Erlebnisreise entwickelten sich Hochsee- und Flusskreuzfahrten. 2015 zählte die Branche zehn- bzw. achtmal so viele Passagiere wie vor 20 Jahren (CAGR 11% bzw. 10%).

Das Pendant im Binnenbereich sind Flusskreuzfahrten. Auch deren Passagierzahlen haben sich laut Deutscher Reiseverband auf rund 0,4 Mio. in 2015 mehr als verachtfacht, die durchschnittliche Reisedauer ist mit 7,2 Nächten etwas kürzer als bei Hochseekreuzfahrten. Trotz steigender Passagierzahlen hatten die Anbieter von 2012 bis 2014 mit sinkenden Umsätzen zu kämpfen. Erst 2015 wurde der negative Trend gebrochen: Im Jahresvergleich konnte die Branche die Umsätze um 10% steigern.

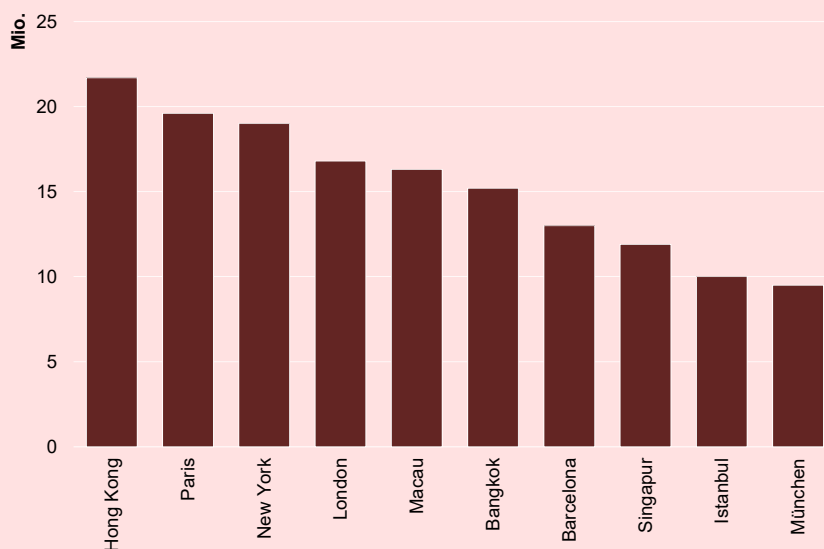
Sightseeing und Erlebnis – Trend- und Zukunftsmarkt der Städtereisen

Mit Blick auf die Wachstumsraten zählen Städtereisen zu den Zukunftsmärkten mit der höchsten Wachstumsdynamik. Im Zeitraum von 2007 bis 2014 ist die Anzahl der touristischen Städtereisen ins Ausland entsprechend einer Auswertung des ITB World Travel Trends Report weltweit um 82% gestiegen; in Europa kletterte die Zahl der auswärtigen Städte-Trips im gleichen Zeitraum um 60% (CAGR von 7%). Dabei erhöhte sich der Anteil der Städtereisen an den gesamten Auslands-Urlaube der Europäer von 15% auf 20%.

Bei der Ermittlung der weltweiten Top-Metropol-Reiseziele berücksichtigt IPK für den ITB World Travel Trends Report nicht nur die unmittelbaren Städteübernachtungen sondern auch Unterkünfte im Umland, die zu Tagesreisen in die großen Städte genutzt werden.

Städtetourismus ist einer der Wachstumsmotoren der touristischen Nachfrage aus dem In- und dem Ausland. Die durchschnittliche Aufenthaltsdauer der Gäste liegt bei knapp über zwei Tagen.

ABBILDUNG 19: TOP 10 METROPOL-DESTINATIONEN 2014



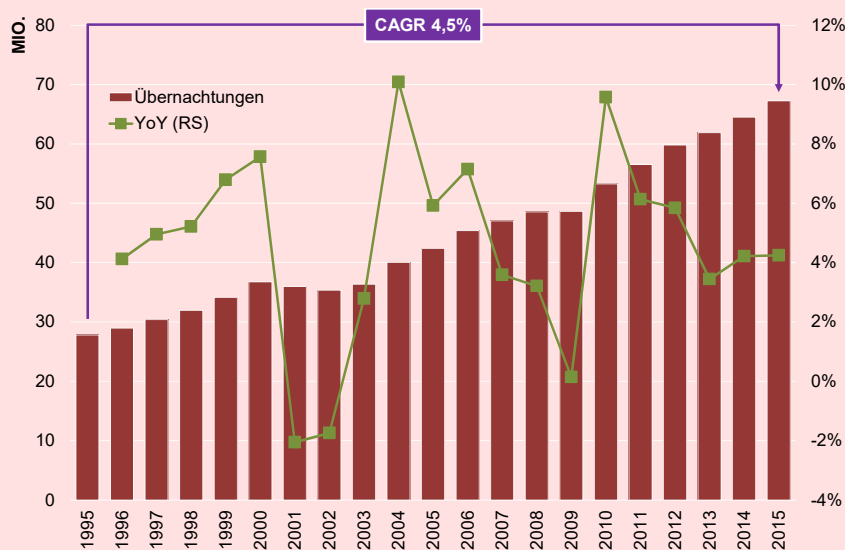
Bei den Besucher-Messungen der Metropol-Regionen werden nicht nur die Städte im engeren Sinn, sondern auch deren naheliegende Umgebung mitberücksichtigt (bspw. Paris mit Versailles und Disneyland).

QUELLE: MESSE BERLIN, ITB WORLD TRAVEL TRENDS REPORT, SPHENE CAPITAL

Entwicklung in Deutschland

Obwohl von den deutschen Städten 2014 nur München unter den Top 10 Metropol-Destinationen erscheint, verzeichneten auch andere Städte überproportionale Zuwachsraten. Im jährlichen Durchschnitt stieg die Anzahl der ausländischen Übernachtungsgäste in den deutschen Städten von 2007 bis 2014 um 10%.

ABBILDUNG 20: ÜBERNACHTUNGEN DEUTSCHE STÄDTE (>100.000 Einwohner)



In den Jahren 2012 und 2013 erhöhten sich die jährlichen Übernachtungen um 6,3% bzw. 5,6%; mit 5,0% YoY lag die Zuwachsrate auch 2015 auf einem hohen Niveau.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

Diese positive Entwicklung gilt nicht nur für Touristen aus dem Ausland. Wie die Daten des Statistischen Bundesamtes zeigen, zogen die Übernachtungszahlen in den deutschen Städten ab 100.000 Einwohner von 2005 bis einschließlich 2015 durchschnittlich um 5,0% (Zeitraum 2005-2015 +62%) an. Damit hat sich das Wachstum im Vergleich zum vorangegangenen Zehnjahreszeitraum deutlich beschleunigt – zwischen 1995 und 2005 lag der jährliche Zuwachs nur bei 3,8% CAGR.

Antriebskräfte für Städte- und Kulturreisen

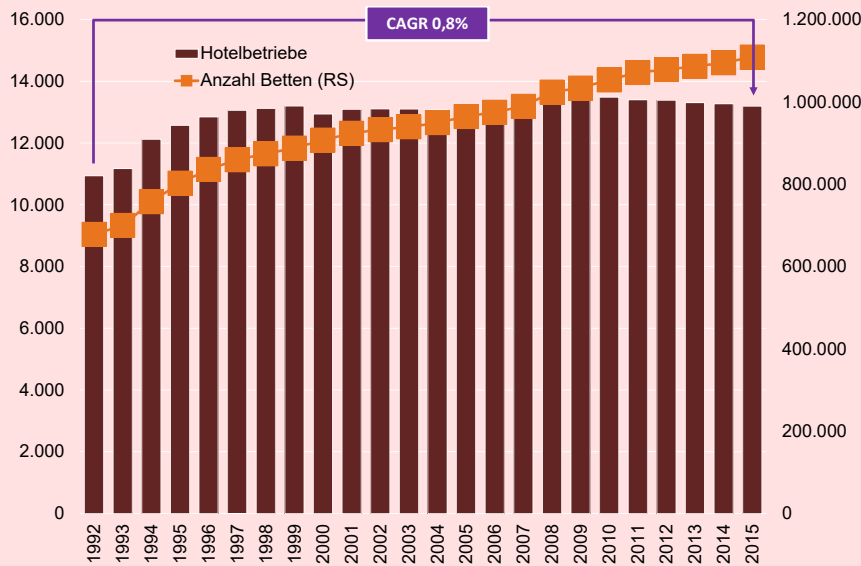
Gefördert wird der Trend zu Städtereisen durch:

- ⑤ zahlreiche günstige Flugverbindungen sowie
- ⑤ angebotene Attraktionen und Aktivitäten in den Städten und deren naher Umgebung.

Eine Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie zum Städte- und Kulturtourismus in Deutschland unterscheidet in Hinblick auf die touristischen Motive zwischen

- ⑤ kulturorientiertem Städtetourismus, zu dessen Hauptmotivationen das klassische Stadterlebnis- und Stadtbesichtigungen, der Besuch von Kunst- und Kultureinrichtungen sowie kulturellen Veranstaltungen zählen, und
- ⑤ Städtetourismus mit anderen Motiven: Darunter werden u. a. auch Shopping-Erlebnisse, Essen & Trinken, Wellness oder auch der Besuch von Events wie Sportveranstaltungen und Messen zusammengefasst. Rund 25% der Städtereisen werden zudem kombiniert mit Besuchen von Verwandten und Bekannten.

ABBILDUNG 21: ENTWICKLUNG HOTELS UND BETTENZAHLEN



Während die Anzahl der Hotelbetriebe in Deutschland seit 1995 um jährlich 1,6% stieg, blieb die Zahl der Hotelbetriebe fast unverändert (1995-2015 0,2% CAGR).

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

Starker Wettbewerb und Anstieg der Bettenkapazitäten

Die hohe Nachfrage durch Städtetouristen spiegelt sich auf der Angebotsseite in einer deutlichen Ausweitung der Bettenkapazitäten wider. Gleichzeitig weisen die Zahlen – sie liegen allerdings nur für Deutschland insgesamt vor – auf eine zunehmende Konzentration der betrieblichen Anbieter hin; denn während die Anzahl der angebotenen Hotel-Schlafgelegenheiten von 2005 bis 2015 um jährlich 1,4% CAGR (2005-2015: 15,0%) stieg, veränderte sich die Anzahl der Hotels kaum (CAGR 0,1%). Bei Berücksichtigung aller Beherbergungsbetriebsarten war die Anzahl der Betriebe trotz gestiegener Schlafgelegenheiten sogar rückläufig.

Wachsende Ansprüche an die Unterkunftsangebote an Lifestyle und Wohlfühlangebote können vor allem von größeren Hotels bedient werden.

Dies weist auf einen starken Wettbewerbsdruck bei den Unterkunftsanbietern hin: tatsächlich ist die durchschnittliche Bettenauslastung in deutschen Städten seit 2005 von 37,6% auf 36,1% im Jahr 2014 gesunken, wobei die Auslastungswerte in den großen Städten und Kurorten teilweise deutlich übertroffen werden (>50% Auslastung), daneben weisen Hotelbetriebe durchschnittlich wesentliche höhere Auslastungszahlen aus (2015: 70,1%).

Bevorzugt werden also nicht zuletzt hochwertigere Unterkunftsangebote. Nahe legt dies auch der ITB World Travel Trends Report. Demnach sind die Übernachtungsaufwendungen pro Person, trotz einer gesunkenen Aufenthaltsdauer von 9,5 Nächten in 2007 auf 8 Nächte in 2014, in den vergangenen Jahren sogar leicht gestiegen.

Digitalisierung der Tourismusindustrie

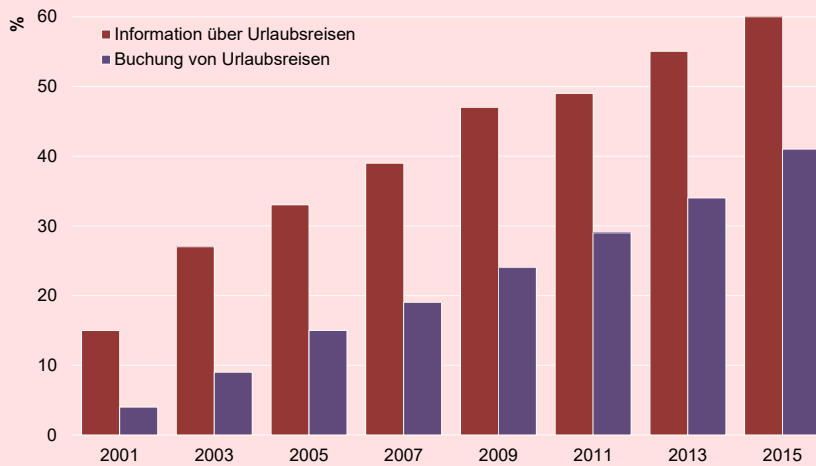
Unstrittig ist die steigende Relevanz des Internet bei der Urlaubsorganisation und Buchung. Während laut ITB World Travel Monitor 2014 bereits 65% der Europäer ihre Urlaubsbuchungen über das Internet und nur noch 20% über klassische Reisebüros abgewickelt haben, buchten laut FUR Reiseanalyse 2015 noch 42% der deutschsprachigen Bevölkerung über 14 Jahre ihre Reise (>5 Tage) nach einem persönlichen Gespräch im Reisebüro (zum Vergleich: 2005 waren es 57%), während 36% ihre Reise online buchten (2005: 11%).

Für die Planung und Organisation der Urlaubsreisen werden Internet und Social Media zunehmend relevant.

Erklären lassen sich diese beiden unterschiedlichen Ergebnisse nach unserer Einschätzung möglicherweise anhand der Dauer der erfassten Reisen: während der ITB Report auch kurze ein- bis drei-Tagereisen mit einbezieht, werden in der FUR-Analyse nur Reisen ab einer Dauer von fünf Tagen berücksichtigt. Daraus lässt sich schließen, dass Online-Buchungen bevorzugt für Kurzreisen und weniger für lange Urlaubsreisen genutzt werden. Trotzdem erhebt auch die FUR

Reiseanalyse die Prognose, dass mittelfristig eine Mehrheit der Urlaubsbuchungen über das Internet abgewickelt werden wird.

ABBILDUNG 22: INTERNETNUTZUNG BEI DER URLAUBSPLANUNG



Steigende Relevanz des Internet bei der Urlaubsorganisation und Buchung. Grundgesamtheit der Erhebung ist die deutschsprachige Bevölkerung ab 14+ Jahren.

QUELLE: FÜR REISEANALYSE, VIR VERBAND INTERNET REISEVERTRIEB, SPHENE CAPITAL

Social Media-Plattformen beeinflussen Reiseentscheidungen

Eine Studie zum Einfluss digitaler Technologien auf die Entwicklungen in der Tourismusindustrie im Auftrag des Digitalverbands Bitkom, kommt zu dem Ergebnis, dass Reisen durch den Einsatz digitaler Technologien in Zukunft bequemer, effizienter und intelligenter werden wird. Den Umfragen im Rahmen der Studie zufolge zielt eine Mehrheit der Unternehmen (68%) bei den Investitionen in digitale Technologien weit über den einfachen Webauftritt hinaus. Vielmehr sollen neue Vermarktungsangebote

- ⑤ Smartphones und Apps nutzen, über die Konsumenten kurzfristige Buchungen während einer Reise vornehmen können; dabei stehen den Kunden Kontaktmöglichkeiten zu den Agenturen rund um die Uhr an sieben Tagen die Woche zur Verfügung; sowie
- ⑤ die Resonanz in sozialen Medien und die Auswertungen von Big Data verwenden, um durch personalisierte Zielmarketingaktionen die Rentabilität der Angebote zu erhöhen.

Rund 70% der Reisenden weltweit bejahen die Frage, ob Social Media-Plattformen Einfluss auf ihre Reiseentscheidungen haben; am wichtigsten sind sie bei der Wahl des Reiseziels (40%) und die Wahl Unterkunft (30%) (Quelle ITB World Travel Monitor).

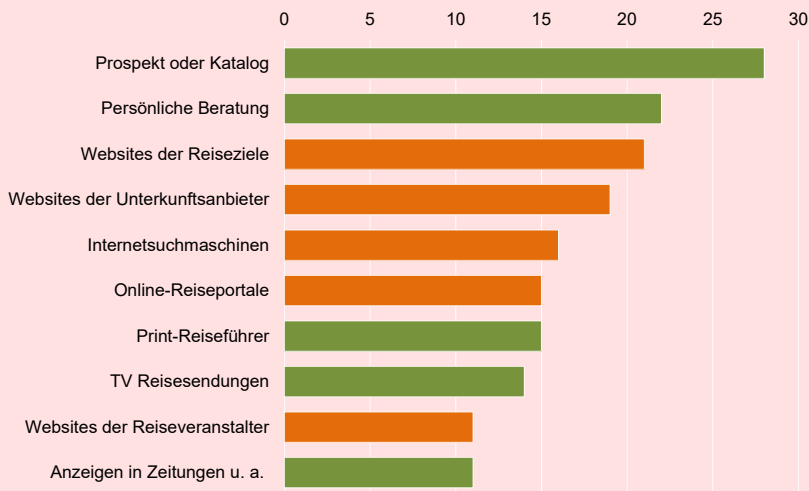
Sharing, ein disruptiver Trend in der Tourismusindustrie?

Eng mit der Vermarktung über soziale Medien verbunden ist der Einzug der Sharing Economy-Plattformen. In einigen Städten werden die Diskussionen über die Konkurrenz zu Hotels und vor dem Hintergrund fehlenden Wohnraumes bereits scharf geführt, obwohl der tatsächliche Sharing-Anteil bis jetzt gering ist: Zwar erreichte die sogenannte „Para-Hotellerie“ laut ITB Report im Jahr 2014 einen Anteil bei internationalen Auslandsreisen von 40%, die Hälfte davon verteilte sich allerdings auf Ferienunterkünfte, der Rest zum überwiegenden Teil auf private Unterkünfte bei Freunden und Verwandten sowie auf alternative Angebote wie Bed & Breakfast, Camping, Boote, Jugendherbergen u. ä.

Sharing-Angebote bedienen die Wünsche nach Individualisierung und kostengünstigen Übernachtungsmöglichkeiten.

Angeführt wird die Liste der Top 5 unter den europäischen Sharing-Destinationen von Großbritannien, Spanien, Frankreich, Dänemark und Italien. An eine Abschwächung der Ausbreitung der Sharing-Unterkünfte glauben derzeit trotz rechtlicher Hürden offenbar die wenigsten, manche sehen sogar eine Chance, dass Städte ihre Kapazitäten bei besonderen Events erhöhen und damit mehr Touristen anziehen können.

ABBILDUNG 23: NUTZUNG VON QUELLEN ZUR URLAUBSPLANUNG



Bei den Top 10 der genannten Quellen lagen Offline-Medien 2015 noch knapp vor den Online-Medien. Der FUR-Reiseanalyse liegen als Grundgesamtheit Urlaubsreisen mit einer Dauer von >5 Tagen zugrunde.

QUELLE: FUR REISEANALYSE, SPHENE CAPITAL

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

aovo generiert zum weit überwiegenden Teil Umsätze aus der Konzeption und dem Verkauf von Reisen für Dritte. Nach einer eventuellen Ausgründung als unabhängige Gesellschaft sollen mittelfristig auch Erlöse aus der Lizenzierung des Computerreservierungssystems Phoenix an externe Dritte wie etwa Reiseveranstalter erwirtschaftet werden. Die Kostenseite wird von Kosten für Dienstleistungen Dritter, Übernachtungs-, Transport- und Eventleistungen dominiert, die im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre für 85,5% der Erlöse verantwortlich waren. Insgesamt dürften im vergangenen Jahr die Umsätze bei EUR 16,500 Mio. (+15,2% YoY) gelegen haben, bei einem operativen Ergebnis (EBITDA) von EUR -0,550 Mio. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Anstieg der Erlöse auf EUR 18,000 Mio. (+9,1% YoY). Getrieben durch eine wesentlich markantere Kosteneinsparungspolitik als in den Jahren zuvor dürfte aovo 2016e eine deutliche Ergebnisverbesserung und 2017e erstmals nach acht Jahren wieder einen operativen Gewinn erreichen können. Für 2018e rechnen wir dann mit einer weiteren Verbesserung von Umsatz und operativem Ergebnis (EBITDA) auf dann EUR 20,162 Mio. (CAGR 2015e-18e +6,9% YoY) bzw. EUR 0,526 Mio.

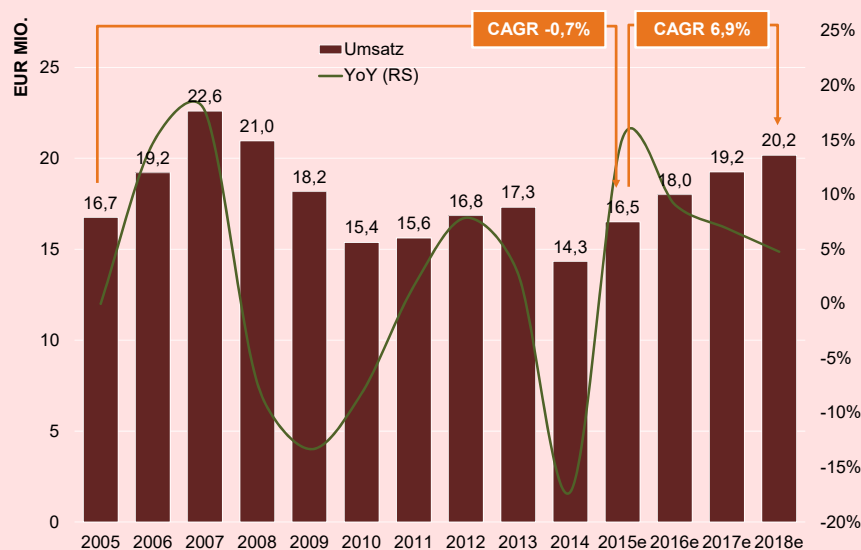
Pure Play-Reiseveranstalter

Als Pure Play-Reiseveranstalter erstellt aovo keine Segmentberichterstattung. Erlöse generiert aovo bislang ausschließlich mit der Konzeption und dem Verkauf von Reisen an B2B- und B2C-Kunden. Zukünftig könnten auch Erlöse aus der Lizenzierung von Phoenix an externe Dritte wie etwa Reiseveranstalter hinzukommen.

Die aktuelle Geschäftsstrategie von aovo sieht ein deutlich zweistelliges organisches Wachstum aus dem Angebot neuer touristischer Dienstleistungen vor. Nachdem die Erlöse im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von -0,7% noch nicht einmal stagnierten, rechnen wir für die kommenden drei Jahre mit einer Umsatz CAGR in Höhe von 6,9%.

Damit ergeben sich in dem von uns angesetzten Szenario für das laufende Jahr Umsätze von EUR 18,000 Mio. (+9,1% YoY). Bis zum Jahr 2018e rechnen wir mit einem kontinuierlichen Umsatzanstieg auf dann EUR 20,162 Mio. Für den Zeitraum 2015-18e entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6,9%. Wir gehen ferner davon aus, dass aovo von externem Wachstum auch in Zukunft Abstand nehmen wird und haben Übernahmen dementsprechend nicht modelliert.

ABBILDUNG 24: UMSATZ (LS) UND UMSATZWACHSTUM (RS)



Für die kommenden drei Jahre rechnen wir mit Umsatzwachstumsraten, die mit 6,9% deutlich über den in der Vergangenheit realisierten Wachstumsraten liegen werden.

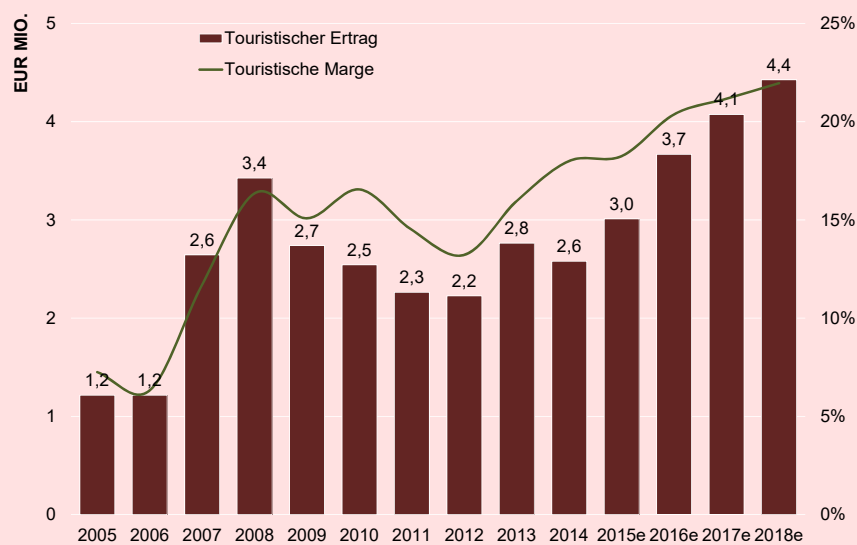
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung der touristischen Marge

Das Ergebnis von aovo wird zum größten Teil durch die Entwicklung der touristischen Marge bestimmt. Diese setzt sich aus dem Ertrag nach Abzug der Kosten für Dienstleistungen Dritter, Übernachtungs-, Transport- und Eventleistungen, in Relation zum hiermit erzielten Umsatz, zusammen.

Innerhalb der einzelnen Produktgruppen bzw. Vertriebswege ist die touristische Marge unterschiedlich kalkuliert. Am höchsten ist sie unseres Erachtens bei Fernreisen, die in Zukunft eine Angaben gemäß eine steigende Bedeutung haben werden.

ABBILDUNG 25: TOURISTISCHER ERTRAG UND TOURISTISCHE MARGE



Wir rechnen mit einem sukzessiven Anstieg der touristischen Marge auf dann bis zu 22,0% in 2018e von 18,2% in 2015e.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten

Abgesehen von den Herstellkosten berichtet aovo nur noch die Entwicklung der Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten. Diese waren im Durchschnitt der vergangenen drei Jahre für 14,2% bzw. 9,0% der Umsätze verantwortlich. Aufgrund des rückläufigen Umsatzvolumens in den vergangenen drei Jahren haben sich die Umsatzquoten zuletzt tendenziell erhöht.

Durch die eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen dürften in den kommenden Jahren die Strukturkosten (Büro, Fahrzeuge, Reisekosten, Beiträge oder Versicherungen) um mehr als 100 Basispunkte zurückgehen. Eine ähnliche Entwicklung erwarten wir bei den Personalkosten. Hier kommt aovo zugute, dass das Unternehmen mit im Branchenvergleich sehr niedrigen Prozesskosten auskommt. Nur so kann aovo überhaupt mit relativ niedrigen Umsätzen pro Reise (aus dem B2B-Geschäft) im Wettbewerb reüssieren. Da wir davon ausgehen, dass zukünftig Fernreisen mit deutlich höheren Gesamtkosten und entsprechend höheren Ergebnisbeiträgen an Bedeutung zunehmen, sollten sich die sinkenden durchschnittlichen Stückkosten noch stärker beim Ergebnis-Turnaround niederschlagen.

Sonstiges betriebliches Ergebnis

Mit EUR 0,542 Mio. (im Durchschnitt der Jahre 2013-2015e) spielt der sonstige betriebliche Ertrag bei aovo eine nicht unerhebliche Rolle. Dieser ergibt sich im Wesentlichen aus Reisegutscheinen, die von ihren Besitzern nicht eingelöst werden. Nach Ablauf des Zeitraumes, in dem ein Gutschein verwendet werden kann, wird der aovo zustehende Anteil (abzüglich des dem Reisepartner zustehenden Anteils) als sonstiger betrieblicher Ertrag verbucht. Für die folgenden Jahre haben wir eine zum Umsatz unterdurchschnittliche Entwicklung prognostiziert.

Phoenix-Effekt

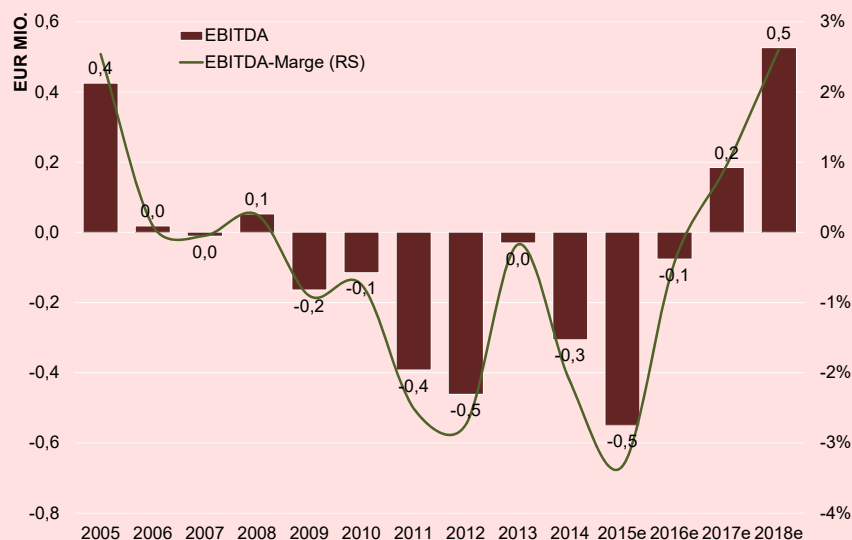
Bislang hat aovo an Dertour für die Nutzung von Phoenix eine jährliche Lizenzgebühr in Höhe von etwa EUR 0,3 Mio. bezahlt. Durch den Übergang der Lizenz auf aovo entfällt diese Lizenzgebühr ab 2018e, wird jedoch nach unseren Schätzungen durch Wartungs- und IT-Kosten, die zukünftig aovo zu tragen hat, ersetzt. Positiv zu Buche schlagen sollten jedoch zusätzliche Lizenzerlöse, da aovo plant, Phoenix im Gegensatz zu Dertour an andere Reiseveranstalter zu lizenzieren.

In 2016e rechnen wir mit dem Ertrags-Turnaround

In den vergangenen sieben Jahren hat aovo ausnahmslos operative Verluste erwirtschaftet. Die kumulierten Verluste beliefen sich während dieses Zeitraums auf EUR -2,5 Mio. Nach Aufzehrung von mehr als der Hälfte des Eigenkapitals musste aovo im Jahr 2013 eine Verlustmeldung gemäß § 92 AktG abgeben.

Für die folgenden drei Jahre erwarten wir einen Anstieg des EBITDA auf EUR 0,526 Mio. (2018e). Bezogen auf die Umsatzerlöse entspricht dies einem erwarteten Anstieg der EBITDA-Marge auf 2,6% (2018e) von -3,3% in 2015e.

ABBILDUNG 26: EBITDA (LS) UND EBITDA-MARGE (RS)



Im vergangenen Jahr musste das siebte Mal in Folge ein operativer Verlust auf EBITDA-Ebene hingenommen werden. Das EBITDA verschlechterte sich nach u. E. auf EUR -0,550 Mio. und damit auf den niedrigsten Wert seit dem Börsengang 2006.

Bedingt durch ein konsequentes Kosteneinsparprogramm in Verbindung mit einem steigenden Geschäftsvolumen rechnen wir damit, dass aovo in den kommenden Jahren einen deutlichen Ergebnisanstieg erzielen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In den letzten Jahren rückläufige Nettofinanzposition

Zum Jahresende 2015e lag die Nettofinanzposition von aovo nach unserer Einschätzung bei EUR 3,0 Mio. Infolge fehlender Bankverbindlichkeiten entspricht dieser Wert auch der Bruttofinanzposition. Das Zinsergebnis lag damit in den vergangenen Jahren im vernachlässigbaren Bereich.

Daher rechnen wir beim Ergebnis vor Steuern, dass sich dieses im Gleichklang mit dem operativen Ergebnis entwickelt. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Anstieg des Vorsteuerergebnisses auf EUR -0,193 Mio. (Vj. EUR -0,706 Mio.).

Bis 2018e sollte sich das Ergebnis vor Steuern auf bis zu EUR 0,394 Mio. verbessern. Dies entspricht einer Vorsteuerrendite von 2,0%, eine Größenordnung, die das Unternehmen auch in den Jahren vor dem Börsengang erreichen konnte.

Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie

Infolge einer aufgrund hoher steuerlicher Verlustvorträge vernachlässigbaren Steuerquote sollten sich Vor- und Nachsteuerergebnis parallel entwickeln. Wir rechnen damit, dass aovo im laufenden Jahr das Ergebnis nach Steuern auf EUR -0,193 Mio. verbessern konnte, nachdem in 2015e noch ein Verlust von

Aufgrund des wenig kapitalintensiven Geschäftsmodells und einer überschaubaren Nettoverschuldung ergeben sich zwischen EBITDA und Ergebnis vor Steuern nur geringfügige Abzugspositionen.

In den kommenden drei Jahren sollte sich das Nettoergebnis auf bis zu EUR 0,394 Mio. (2018e) verbessern.

EUR -0,692 Mio. zu Buche gestanden hatte.

Bezogen auf 1,399 Mio. Aktien entspricht dies einem Verlust von EUR -0,14 (2015e: EUR -0,54). Bis 2018e rechnen wir mit einer stetigen Verbesserung auf dann EUR 0,28 je Aktie.

Eigenkapital: In 2018e wieder positiv

Im vergangenen Jahr waren die erwirtschafteten Fehlbeträge erstmals nicht mehr durch das Eigenkapital gedeckt. Damit war gegen Ende des vergangenen Jahres eine Kapitalerhöhung erforderlich. Durch diese Kapitalerhöhung konnte frische Liquidität im Volumen von EUR 0,318 Mio. eingesammelt werden, die zwar das Eigenkapital entlastete, indes nicht ausreichte, eine bilanzielle Überschuldung abzuwenden.

Davon nicht betroffen ist die gute Liquiditätsausstattung des Unternehmens. Nach unserem Planungsmodell ist die derzeitige Kapitalausstattung ausreichend, um das laufende Verlustjahr ohne weitere Mittelzufuhr von außen zu überbrücken, bevor die Gesellschaft ab 2017e Cashflow-positiv erwartet wird.

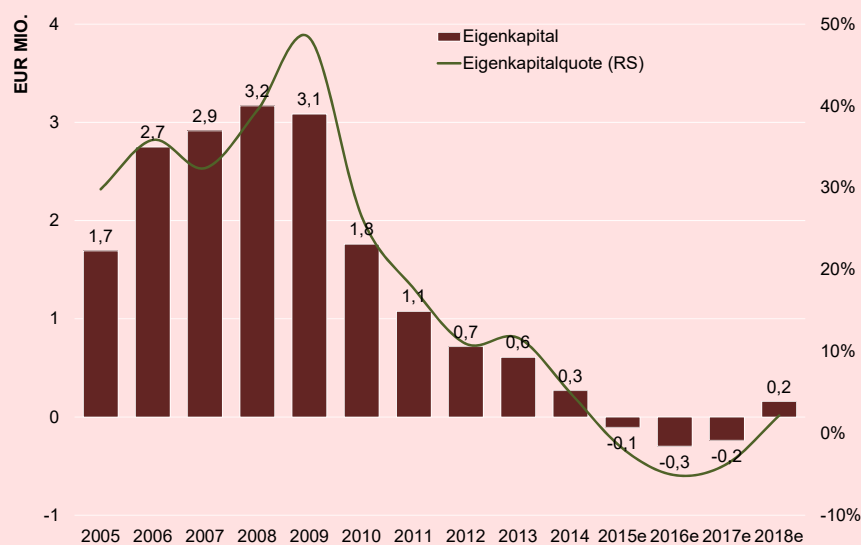
Erhebliche Prozesschancen

2013 hat aovo mit einer Tochtergesellschaft des führenden deutschen Anbieters für Flussschiffkreuzfahrten, Premicon, einen umfassenden Dienstleistungsauftrag abgeschlossen. Dieser wurde nur kurze Zeit später von Premicon überraschend gekündigt. Gegen diese Kündigung hat aovo rechtliche Mittel eingelegt. Sollte aovo den in München anhängigen Schadenersatzprozess gewinnen, könnte dies für aovo einen Mittelzufluss von über EUR 1 Mio. zur Folge haben.

Anfang März dieses Jahres hat die Köln-Düsseldorfer Deutsche Rheinschiffahrt AG, die älteste deutsche Aktiengesellschaft, in einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt gegeben, dass Premicon plant, sich von ihrem 76,9%igen Anteilen an der KD zu trennen. Beim aktuellen Börsenkurs von etwa EUR 9,00 und einer Marktkapitalisierung der KD in Höhe von EUR 16,1 Mio. ergäbe sich für Premicon ein Mittelzufluss von rund EUR 12,4 Mio. Aufgrund dieses Mittelzuflusses wäre Premicon in der Lage, sämtliche ausstehenden Verbindlichkeiten sowie auch die sich aus dem Prozess ergebenden Verpflichtungen, für die Premicon bereits Rückstellungen in Höhe von 1,7 Mio. gebildet hat, zurückzuzahlen.

Für aovo würde sich die Begleichung der Prozessforderungen nachhaltig positiv auf das Bilanzbild auswirken: Der Eingang der Liquiditätszahlung hätte nicht nur einen außerordentlichen Ertrag in eben dieser Höhe zur Folge, sondern würde auch die positive Nettofinanzposition nochmals erheblich verbessern.

ABBILDUNG 27: EIGENKAPITAL (LS) UND EIGENKAPITALQUOTE (RS)



Im vergangenen Jahr waren die erwirtschafteten Fehlbeträge erstmals nicht mehr durch das Eigenkapital gedeckt. Das Eigenkapital war demnach negativ. Allerdings konnte durch eine Kapitalerhöhung frische Liquidität im Volumen von EUR 0,318 Mio. eingesammelt werden, die das Eigenkapital entlastet.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Capex von geringer Bedeutung

Das Geschäftsmodell von aovo ist nur wenig kapitalintensiv. Die Investitionen in das Sachanlagevermögen beliefen sich in den letzten Jahren auf lediglich EUR 0,122 Mio. pro Jahr. In den kommenden drei Jahren rechnen wir mit vergleichbaren Größenordnungen.

Wir rechnen bis 2018e nicht mit Dividendenzahlungen

Seit dem Börsengang hat aovo keine Dividende an seine Aktionäre ausgeschüttet. Investitionen in das zukünftige Wachstum stehen aus unserer Sicht klar im Vordergrund der Gewinnverwendung. Wir gehen daher bis 2018e nicht von einer Ausschüttung aus, sondern rechnen in den kommenden drei Jahren mit einer Thesaurierung der erwirtschafteten Erträge.

aovo dürfte bis 2018e keine Dividende ausschütten.

Net Working Capital

Das Geschäftsmodell weist eine weitere Besonderheit auf: Das Working Capital war in den vergangenen Jahren stets negativ. Abgesehen von Sachanlageinvestitionen muss Wachstum also nicht von der Gesellschaft finanziert werden. Hauptverantwortlich hierfür sind die hohen Anzahlungen und (in geringerem Maße) Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, wohingegen Vorräte und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen bei aovo keine besondere Rolle spielen. Bei einem rückläufigen Geschäftsvolumen lag die Quote aus Net Working Capital zu Umsatz im vergangenen Jahr bei -31,8%.

In der Vergangenheit lagen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen jeweils unter den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Dies hatte ein negatives Working Capital zur Folge.

Management Guidance

Eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr wird vom Management nicht ausgesprochen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2005-11

HGB (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Umsatz	EUR Mio.	16,743	19,206	22,592	20,952	18,160	15,368	15,618
YoY	%	n/a	14,7%	17,6%	-7,3%	-13,3%	-15,4%	1,6%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,510	0,055	0,110	0,203	0,205	0,224	0,266
in % der Umsatzerlöse	%	3,0%	0,3%	0,5%	1,0%	1,1%	1,5%	1,7%
Gesamtleistung	EUR Mio.	17,253	19,262	22,702	21,155	18,365	15,593	15,884
Herstellkosten	EUR Mio.	-15,529	-17,992	-19,947	-17,526	-15,422	-12,825	-13,356
in % der Umsatzerlöse	%	-92,7%	-93,7%	-88,3%	-83,6%	-84,9%	-83,4%	-85,5%
Rohrertrag	EUR Mio.	1,724	1,269	2,755	3,629	2,943	2,768	2,528
in % der Umsatzerlöse	%	10,3%	6,6%	12,2%	17,3%	16,2%	18,0%	16,2%
Vertriebskosten	EUR Mio.	-0,515	-0,200	-1,645	-2,490	-2,200	-1,971	-1,808
in % der Umsatzerlöse	%	-3,1%	-1,0%	-7,3%	-11,9%	-12,1%	-12,8%	-11,6%
Allgemeine Verwaltungskosten	EUR Mio.	-0,784	-1,048	-1,075	-1,058	-0,893	-0,938	-1,073
in % der Umsatzerlöse	%	-4,7%	-5,5%	-4,8%	-5,0%	-4,9%	-6,1%	-6,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	0,000	-0,003	-0,045	-0,029	-0,015	-0,021	-0,097
in % der Umsatzerlöse	%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,6%
EBITDA	EUR Mio.	0,425	0,018	-0,011	0,053	-0,164	-0,114	-0,392
in % der Umsatzerlöse	EUR Mio.	2,5%	0,1%	0,0%	0,3%	-0,9%	-0,7%	-2,5%
YoY	EUR Mio.	n/a	-95,7%	-159,3%	-590,6%	-412,2%	-30,3%	242,3%
EBIT	EUR Mio.	0,425	0,018	-0,011	0,053	-0,164	-0,162	-0,449
in % der Umsatzerlöse	%	2,5%	0,1%	0,0%	0,3%	-0,9%	-1,1%	-2,9%
YoY	%	n/a	-95,7%	-159,3%	-590,6%	-412,2%	-1,4%	177,5%
Erträge aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Zinserträge	EUR Mio.	0,071	0,117	0,184	0,216	0,081	0,040	0,038
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	-0,014	0,000	0,000	-0,008
A.o. Ergebnis	EUR Mio.	-0,017	-0,128	-0,008	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	0,479	0,007	0,165	0,254	-0,083	-0,122	-0,418
in % der Umsatzerlöse	EUR Mio.	2,9%	0,0%	0,7%	1,2%	-0,5%	-0,8%	-2,7%
YoY	EUR Mio.	n/a	-98,5%	n/a	54,2%	-132,8%	45,9%	243,7%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,112	-0,026
EE-Steuerquote	EUR Mio.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-92,2%	6,1%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,240
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,479	0,007	0,165	0,254	-0,083	-0,010	-0,684
Ausschüttung	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss nach Ausschüttung	EUR Mio.	0,479	0,007	0,165	0,254	-0,083	-0,010	-0,684
Verlustvortrag aus Vorjahr	EUR Mio.	3,500	3,021	3,014	2,849	2,594	2,678	2,687
Bilanzverlust	EUR Mio.	3,021	3,014	2,849	2,594	2,678	2,687	3,371
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	1,272	1,272	1,272	1,272	1,272	1,272	1,272
Ergebnis je Aktie	EUR Mio.	0,38	0,01	0,13	0,20	-0,07	-0,01	-0,54

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-18e

HGB (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	EUR Mio.	16,849	17,307	14,324	16,500	18,000	19,244	20,162
YoY	%	7,9%	2,7%	-17,2%	15,2%	9,1%	6,9%	4,8%
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,495	0,564	0,638	0,425	0,440	0,447	0,445
in % der Umsatzerlöse	%	2,9%	3,3%	4,5%	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%
Gesamtleistung	EUR Mio.	17,344	17,871	14,962	16,925	18,440	19,691	20,607
Herstellkosten	EUR Mio.	-14,622	-14,544	-11,745	-13,489	-14,333	-15,170	-15,734
in % der Umsatzerlöse	%	-86,8%	-84,0%	-82,0%	-81,8%	-79,6%	-78,8%	-78,0%
Rohrertrag	EUR Mio.	2,722	3,327	3,217	3,436	4,108	4,521	4,872
in % der Umsatzerlöse	%	16,2%	19,2%	22,5%	20,8%	22,8%	23,5%	24,2%
Vertriebskosten	EUR Mio.	-2,128	-2,104	-2,243	-2,454	-2,651	-2,749	-2,736
in % der Umsatzerlöse	%	-12,6%	-12,2%	-15,7%	-14,9%	-14,7%	-14,3%	-13,6%
Allgemeine Verwaltungskosten	EUR Mio.	-1,073	-1,345	-1,347	-1,629	-1,635	-1,695	-1,723
in % der Umsatzerlöse	%	-6,4%	-7,8%	-9,4%	-9,9%	-9,1%	-8,8%	-8,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-0,013	-0,009	-0,034	-0,009	-0,010	-0,010	-0,010
in % der Umsatzerlöse	%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
EBITDA	EUR Mio.	-0,461	-0,030	-0,306	-0,550	-0,076	0,184	0,526
in % der Umsatzerlöse	EUR Mio.	-2,7%	-0,2%	-2,1%	-3,3%	-0,4%	1,0%	2,6%
YoY	EUR Mio.	17,8%	-93,5%	921,7%	79,8%	-86,2%	-342,8%	185,4%
EBIT	EUR Mio.	-0,493	-0,131	-0,407	-0,656	-0,187	0,068	0,404
in % der Umsatzerlöse	%	-2,9%	-0,8%	-2,8%	-4,0%	-1,0%	0,4%	2,0%
YoY	%	9,8%	-73,5%	211,6%	61,3%	-71,5%	-136,1%	497,5%
Erträge aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Zinserträge	EUR Mio.	0,042	0,025	0,065	0,000	0,000	0,000	0,000
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	0,000	-0,015	0,000	-0,050	-0,006	-0,006	-0,010
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-0,451	-0,121	-0,342	-0,706	-0,193	0,062	0,394
in % der Umsatzerlöse	EUR Mio.	-2,7%	-0,7%	-2,4%	-4,3%	-1,1%	0,3%	2,0%
YoY	EUR Mio.	7,9%	-73,2%	183,2%	106,4%	-72,6%	-131,9%	539,5%
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,087	0,011	-0,002	0,014	0,000	0,000	0,000
EE-Steuerquote	EUR Mio.	19,2%	-8,9%	0,6%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,193	0,000	0,006	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,345	-0,110	-0,338	-0,692	-0,193	0,062	0,394
Ausschüttung	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss nach Ausschüttung	EUR Mio.	-0,345	-0,110	-0,338	-0,692	-0,193	0,062	0,394
Verlustvortrag aus Vorjahr	EUR Mio.	3,371	3,716	3,826	4,164	4,856	5,049	4,988
Bilanzverlust	EUR Mio.	3,716	3,826	4,164	4,856	5,049	4,988	4,594
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	1,272	1,272	1,272	1,272	1,399	1,399	1,399
Ergebnis je Aktie	EUR Mio.	-0,27	-0,09	-0,27	-0,54	-0,14	0,04	0,28

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2005-11

HGB (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA								
Anlagevermögen	EUR Mio.	0,479	0,478	0,940	0,878	0,413	0,382	0,356
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,015	0,007	0,425	0,387	0,353	0,327	0,298
Konzessionen und Schutzrechte	EUR Mio.	0,015	0,007	0,019	0,010	0,005	0,008	0,008
Geschäfts- oder Firmenwert	EUR Mio.	0,000	0,000	0,406	0,377	0,348	0,319	0,290
Sachanlagen	EUR Mio.	0,060	0,066	0,111	0,100	0,060	0,056	0,057
Grundstücke	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Technische Anlagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,060	0,066	0,111	0,100	0,060	0,056	0,057
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finanzanlagen	EUR Mio.	0,404	0,404	0,404	0,391	0,000	0,000	0,000
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Beteiligungen	EUR Mio.	0,404	0,404	0,404	0,391	0,000	0,000	0,000
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	EUR Mio.	5,101	7,002	7,864	6,982	5,827	5,903	5,417
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Vorräte	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIO	d	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,105	0,140	1,155	0,266	0,113	0,108	0,137
DSO	d	2	3	18	5	2	3	3
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,067	0,180	0,325	0,286	0,137	0,122	0,208
Kasse	EUR Mio.	4,929	6,682	6,384	6,430	5,576	5,673	5,071
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,091	0,187	0,186	0,169	0,144	0,352	0,310
Bilanzsumme	EUR Mio.	5,671	7,667	8,990	8,028	6,383	6,638	6,082
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	1,692	2,749	2,914	3,168	3,085	1,760	1,076
Eigenkapitalquote	%	29,8%	35,9%	32,4%	39,5%	48,3%	26,5%	17,7%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	1,062	1,272	1,272	1,272	1,272	1,272	1,272
Kapitalrücklage	EUR Mio.	3,651	4,491	4,491	4,491	4,491	2,977	2,977
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,198	0,198
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	-3,021	-3,014	-2,849	-2,594	-2,678	-2,687	-3,371
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	EUR Mio.	0,088	0,167	0,124	0,131	0,083	0,085	0,116
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,008
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,088	0,167	0,124	0,131	0,083	0,085	0,109
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	3,891	4,751	5,951	4,729	3,215	4,792	4,890
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	1,306	1,510	2,378	1,672	1,118	1,126	0,871
Tage	d	28	28	38	29	22	26	20
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	2,502	3,170	3,291	2,927	1,999	2,030	3,615
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,084	0,071	0,281	0,130	0,098	1,635	0,404
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,002	0,000	0,000	0,001	0,000
Bilanzsumme	EUR Mio.	5,671	7,667	8,990	8,028	6,383	6,638	6,082
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz, 2012-18e

HGB (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
AKTIVA								
Anlagevermögen	EUR Mio.	0,329	0,355	0,329	0,305	0,282	0,259	0,236
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,277	0,266	0,223	0,194	0,165	0,136	0,107
Konzessionen und Schutzrechte	EUR Mio.	0,016	0,034	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Geschäfts- oder Firmenwert	EUR Mio.	0,261	0,232	0,203	0,174	0,145	0,116	0,087
Sachanlagen	EUR Mio.	0,052	0,090	0,106	0,111	0,117	0,123	0,129
Grundstücke	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Technische Anlagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,052	0,090	0,106	0,111	0,117	0,123	0,129
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finanzanlagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anteile an verbundenen Unternehmen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ausleihungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	EUR Mio.	6,033	4,614	4,819	5,125	5,311	5,850	6,722
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Vorräte	EUR Mio.	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044
DIO	d	1	1	1	1	1	1	1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	0,185	0,085	0,149	0,160	0,180	0,210	0,240
DSO	d	4	2	4	3	4	4	4
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	0,770	1,188	1,861	1,953	2,254	2,732	3,345
Kasse	EUR Mio.	5,034	3,296	2,764	2,968	2,832	2,864	3,093
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,190	0,235	0,283	0,250	0,250	0,250	0,250
Bilanzsumme	EUR Mio.	6,552	5,205	5,431	5,681	5,842	6,359	7,208
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	0,717	0,607	0,269	-0,105	-0,298	-0,237	0,157
Eigenkapitalquote	%	10,9%	11,7%	5,0%	-1,8%	-5,1%	-3,7%	2,2%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	1,272	1,272	1,272	1,399	1,399	1,399	1,399
Kapitalrücklage	EUR Mio.	2,977	2,977	2,977	3,168	3,168	3,168	3,168
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,184	0,184	0,184	0,184	0,184	0,184	0,184
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	-3,716	-3,826	-4,164	-4,856	-5,049	-4,988	-4,594
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	EUR Mio.	0,249	0,615	0,258	0,250	0,250	0,250	0,250
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,249	0,615	0,258	0,250	0,250	0,250	0,250
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,586	3,983	4,904	5,536	5,891	6,346	6,801
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	EUR Mio.	0,005	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	EUR Mio.	1,098	0,987	1,102	1,250	1,400	1,650	1,800
Tage	d	23	21	28	27	28	31	32
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	4,417	2,925	3,714	4,200	4,400	4,600	4,900
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,066	0,069	0,088	0,085	0,090	0,095	0,100
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzsumme	EUR Mio.	6,552	5,205	5,431	5,681	5,843	6,359	7,208
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (normalisiert), 2005-11

HGB (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA								
Anlagevermögen	%	8,4%	6,2%	10,5%	10,9%	6,5%	5,8%	5,8%
Immaterielle Vermögensgegenstände	%	0,3%	0,1%	4,7%	4,8%	5,5%	4,9%	4,9%
Konzessionen und Schutzrechte	%	0,3%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Geschäfts- oder Firmenwert	%	0,0%	0,0%	4,5%	4,7%	5,5%	4,8%	4,8%
Sachanlagen	%	1,1%	0,9%	1,2%	1,3%	0,9%	0,8%	0,9%
Grundstücke	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Technische Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Anlagen	%	1,1%	0,9%	1,2%	1,3%	0,9%	0,8%	0,9%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzanlagen	%	7,1%	5,3%	4,5%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen	%	7,1%	5,3%	4,5%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umlaufvermögen	%	90,0%	91,3%	87,5%	87,0%	91,3%	88,9%	89,1%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	1,9%	1,8%	12,8%	3,3%	1,8%	1,6%	2,3%
Sonstige Forderungen	%	1,2%	2,3%	3,6%	3,6%	2,1%	1,8%	3,4%
Kasse	%	86,9%	87,2%	71,0%	80,1%	87,4%	85,5%	83,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,6%	2,4%	2,1%	2,1%	2,2%	5,3%	5,1%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA								
Eigenkapital	%	29,8%	35,9%	32,4%	39,5%	48,3%	26,5%	17,7%
Gezeichnetes Kapital	%	18,7%	16,6%	14,1%	15,8%	19,9%	19,2%	20,9%
Kapitalrücklage	%	64,4%	58,6%	50,0%	55,9%	70,3%	44,8%	48,9%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	3,3%
Gewinn-Verlustvortrag	%	-53,3%	-39,3%	-31,7%	-32,3%	-41,9%	-40,5%	-55,4%
Jahresüberschuss	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	%	1,6%	2,2%	1,4%	1,6%	1,3%	1,3%	1,9%
Steuerrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Sonstige Rückstellungen	%	1,6%	2,2%	1,4%	1,6%	1,3%	1,3%	1,8%
Verbindlichkeiten	%	68,6%	62,0%	66,2%	58,9%	50,4%	72,2%	80,4%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	23,0%	19,7%	26,5%	20,8%	17,5%	17,0%	14,3%
Erhaltene Anzahlungen	%	44,1%	41,3%	36,6%	36,5%	31,3%	30,6%	59,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	1,5%	0,9%	3,1%	1,6%	1,5%	24,6%	6,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (normalisiert), 2012-18e

HGB (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
AKTIVA								
Anlagevermögen	%	5,0%	6,8%	6,1%	5,4%	4,8%	4,1%	3,3%
Immaterielle Vermögensgegenstände	%	4,2%	5,1%	4,1%	3,4%	2,8%	2,1%	1,5%
Konzessionen und Schutzrechte	%	0,3%	0,7%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Geschäfts- oder Firmenwert	%	4,0%	4,5%	3,7%	3,1%	2,5%	1,8%	1,2%
Sachanlagen	%	0,8%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%
Grundstücke	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Technische Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Anlagen	%	0,8%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzanlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umlaufvermögen	%	92,1%	88,7%	88,7%	90,2%	90,9%	92,0%	93,3%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vorräte	%	0,7%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	2,8%	1,6%	2,7%	2,8%	3,1%	3,3%	3,3%
Sonstige Forderungen	%	11,7%	22,8%	34,3%	34,4%	38,6%	43,0%	46,4%
Kasse	%	76,8%	63,3%	50,9%	52,2%	48,5%	45,0%	42,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	2,9%	4,5%	5,2%	4,4%	4,3%	3,9%	3,5%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA								
Eigenkapital	%	10,9%	11,7%	5,0%	-1,8%	-5,1%	-3,7%	2,2%
Gezeichnetes Kapital	%	19,4%	24,4%	23,4%	24,6%	23,9%	22,0%	19,4%
Kapitalrücklage	%	45,4%	57,2%	54,8%	55,8%	54,2%	49,8%	43,9%
Gewinnrücklagen	%	2,8%	3,5%	3,4%	3,2%	3,2%	2,9%	2,6%
Gewinn-Verlustvortrag	%	-56,7%	-73,5%	-76,7%	-85,5%	-86,4%	-78,4%	-63,7%
Jahresüberschuss	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	%	3,8%	11,8%	4,7%	4,4%	4,3%	3,9%	3,5%
Steuerrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	3,8%	11,8%	4,7%	4,4%	4,3%	3,9%	3,5%
Verbindlichkeiten	%	85,2%	76,5%	90,3%	97,4%	100,8%	99,8%	94,4%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	16,8%	19,0%	20,3%	22,0%	24,0%	25,9%	25,0%
Erhaltene Anzahlungen	%	67,4%	56,2%	68,4%	73,9%	75,3%	72,3%	68,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	1,0%	1,3%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2005-11

HGB (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	0,007	0,165	0,254	-0,083	-0,010	-0,684
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,047	0,057
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	-0,034	-1,015	0,889	0,153	0,005	-0,029
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	-0,113	-0,145	0,039	0,149	0,015	-0,086
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	-0,096	0,001	0,017	0,025	-0,208	0,042
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,008
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,078	-0,042	0,007	-0,048	0,001	0,024
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	0,204	0,868	-0,706	-0,554	0,008	-0,256
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	-0,012	0,210	-0,151	-0,032	1,537	-1,231
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,000	0,002	-0,002	0,000	0,001	-0,001
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Operativer Cashflow	EUR Mio.	n/a	0,702	0,165	-0,017	-1,318	1,429	-0,571
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,014	0,391	0,000	0,000
Investitionen in IAV	EUR Mio.	n/a	0,007	-0,417	0,038	0,034	0,026	0,028
Investitionen in SAV	EUR Mio.	n/a	-0,006	-0,045	0,011	0,040	-0,043	-0,059
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investiver Cashflow	EUR Mio.	n/a	0,001	-0,462	0,062	0,465	-0,017	-0,031
Free Cashflow	EUR Mio.	n/a	0,703	-0,297	0,046	-0,854	1,412	-0,602
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	0,210	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	0,840	0,000	0,000	0,000	-1,514	0,000
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,198	0,000
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	n/a	1,050	0,000	0,000	0,000	-1,316	0,000
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	1,753	-0,297	0,046	-0,854	0,097	-0,602
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	4,929	6,682	6,384	6,430	5,576	5,673
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	4,929	6,682	6,384	6,430	5,576	5,673	5,071

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2012-18e

HGB (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,345	-0,110	-0,338	-0,692	-0,193	0,062	0,394
Abschreibungen	EUR Mio.	0,032	0,101	0,101	0,106	0,111	0,117	0,123
Ergebnis aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-0,044	-0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,048	0,100	-0,063	-0,011	-0,020	-0,030	-0,030
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,561	-0,419	-0,673	-0,092	-0,301	-0,478	-0,612
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,120	-0,045	-0,048	0,033	0,000	0,000	0,000
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	-0,008	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,140	0,366	-0,357	-0,008	0,000	0,000	0,000
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,227	-0,111	0,114	0,148	0,150	0,250	0,150
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,338	0,003	0,019	-0,003	0,005	0,005	0,005
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,005	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-0,018	-1,608	-0,456	-0,032	-0,048	0,125	0,329
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investitionen in IAV	EUR Mio.	0,021	0,011	0,043	0,029	0,029	0,029	0,029
Investitionen in SAV	EUR Mio.	-0,027	-0,138	-0,118	-0,111	-0,117	-0,123	-0,129
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,005	-0,127	-0,074	-0,082	-0,088	-0,094	-0,100
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,023	-1,735	-0,531	-0,114	-0,136	0,032	0,229
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,127	0,000	0,000	0,000
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,191	0,000	0,000	0,000
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,005	-0,003	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	EUR Mio.	-0,019	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-0,014	-0,003	0,000	0,318	0,000	0,000	0,000
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-0,037	-1,738	-0,531	0,203	-0,136	0,032	0,229
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	5,071	5,034	3,296	2,764	2,968	2,832	2,864
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	5,034	3,296	2,765	2,968	2,832	2,864	3,093
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick I, 2005-11

HGB (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Umsatz	EUR Mio.	16,7	19,2	22,6	21,0	18,2	15,4	15,6
Rohhertrag	EUR Mio.	1,7	1,3	2,8	3,6	2,9	2,8	2,5
EBITDA	EUR Mio.	0,4	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-0,4
EBIT	EUR Mio.	0,4	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,4
EBT	EUR Mio.	0,5	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,5	0,0	0,2	0,3	-0,1	0,0	-0,7
Anzahl Mitarbeiter		39,0	45,0	62,0	58,0	56,0	51,0	50,0
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	n/a	5,44	6,03	5,60	5,00	4,50	4,50
Kurs Tief	EUR	n/a	5,25	4,58	4,38	1,00	3,00	2,00
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	5,35	5,49	4,88	3,59	3,82	3,16
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	5,30	5,60	4,40	4,00	4,25	2,20
EPS	EUR	0,38	0,01	0,13	0,20	-0,07	-0,01	-0,54
BVPS	EUR	1,33	2,16	2,29	2,49	2,43	1,38	0,85
CFPS	EUR	n/a	0,55	0,13	-0,01	-1,04	1,12	-0,45
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							
Performance bis Kursziel	%							
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	2,5%	0,1%	0,0%	0,3%	-0,9%	-0,7%	-2,5%
EBIT-Marge	%	2,5%	0,1%	0,0%	0,3%	-0,9%	-1,1%	-2,9%
EBT-Marge	%	2,9%	0,0%	0,7%	1,2%	-0,5%	-0,8%	-2,7%
Netto-Marge	%	2,9%	0,0%	0,7%	1,2%	-0,5%	-0,1%	-4,4%
FCF-Marge	%	n/a	3,7%	-1,3%	0,2%	-4,7%	9,2%	-3,9%
ROE	%	28,3%	0,3%	5,7%	8,0%	-2,7%	-0,5%	-63,6%
NWC/Umsatz	%	-22,1%	-23,6%	-20,0%	-20,7%	-16,5%	-19,8%	-27,8%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	429,3	426,8	364,4	361,2	324,3	301,3	312,4
Pro-Kopf-EBIT	EUR	10,9	0,4	-0,2	0,9	-2,9	-3,2	-9,0
Capex/Umsatz	%	n/a	0,0%	-0,2%	0,1%	0,2%	-0,3%	-0,4%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	14,7%	17,6%	-7,3%	-13,3%	-8,2%	1,6%
Rohhertrag	%	n/a	-26,4%	117,0%	31,8%	-18,9%	60,5%	-8,7%
EBITDA	%	n/a	-95,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	242,3%
EBIT	%	n/a	-95,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	177,5%
EBT	%	n/a	-98,5%	n/a	54,2%	n/a	n/a	243,7%
Nettoergebnis	%	n/a	-98,5%	n/a	54,2%	n/a	n/a	n/a
EPS	%	n/a	-98,5%	n/a	54,2%	n/a	n/a	n/a
CFPS	%	n/a	n/a	-76,5%	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick I, 2012-18e

HGB (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	EUR Mio.	16,8	17,3	14,3	16,5	18,0	19,2	20,2
Rohertrag	EUR Mio.	2,7	3,3	3,2	3,4	4,1	4,5	4,9
EBITDA	EUR Mio.	-0,5	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	0,5
EBIT	EUR Mio.	-0,5	-0,1	-0,4	-0,7	-0,2	0,1	0,4
EBT	EUR Mio.	-0,5	-0,1	-0,3	-0,7	-0,2	0,1	0,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,3	-0,1	-0,3	-0,7	-0,2	0,1	0,4
Anzahl Mitarbeiter		45,0	73,0	65,0	45,0	50,0	55,0	60,0
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	2,20	1,50	1,00	2,00	2,95	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	1,25	1,00	0,80	0,30	1,40	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	1,53	1,19	0,85	0,94	1,90	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	1,50	1,00	0,81	1,99	2,00	2,00	2,00
EPS	EUR	-0,27	-0,09	-0,27	-0,54	-0,14	0,04	0,28
BVPS	EUR	0,56	0,48	0,21	-0,08	-0,21	-0,17	0,11
CFPS	EUR	-0,01	-1,26	-0,36	-0,03	-0,03	0,09	0,24
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							5,40
Performance bis Kursziel	%							170,0%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	-2,7%	-0,2%	-2,1%	-3,3%	-0,4%	1,0%	2,6%
EBIT-Marge	%	-2,9%	-0,8%	-2,8%	-4,0%	-1,0%	0,4%	2,0%
EBT-Marge	%	-2,7%	-0,7%	-2,4%	-4,3%	-1,1%	0,3%	2,0%
Netto-Marge	%	-2,0%	-0,6%	-2,4%	-4,2%	-1,1%	0,3%	2,0%
FCF-Marge	%	-0,1%	-10,0%	-3,7%	-0,7%	-0,8%	0,2%	1,1%
ROE	%	-48,1%	-18,1%	-125,6%	658,8%	64,8%	-26,0%	250,9%
NWC/Umsatz	%	-31,4%	-21,9%	-32,3%	-31,8%	-31,0%	-31,2%	-31,8%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	374,4	237,1	220,4	366,7	360,0	349,9	336,0
Pro-Kopf-EBIT	EUR	-11,0	-1,8	-6,3	-14,6	-3,7	1,2	6,7
Capex/Umsatz	%	-0,2%	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	7,9%	2,7%	-17,2%	15,2%	9,1%	6,9%	4,8%
Rohertrag	%	7,7%	22,2%	-3,3%	6,8%	19,6%	10,1%	7,8%
EBITDA	%	17,8%	-93,5%	921,7%	79,8%	-86,2%	n/a	185,4%
EBIT	%	9,8%	-73,5%	211,6%	61,3%	-71,5%	n/a	497,5%
EBT	%	7,9%	-73,2%	183,2%	106,4%	-72,6%	n/a	539,5%
Nettoergebnis	%	-49,6%	-68,1%	207,0%	104,9%	-72,1%	n/a	539,5%
EPS	%	-49,6%	-68,1%	207,0%	104,9%	-74,6%	n/a	539,5%
CFPS	%	-96,9%	n/a	-71,6%	-93,0%	36,7%	n/a	162,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II, 2005-11

HGB (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	5,1	7,0	7,9	7,0	5,8	5,9	5,4
Eigenkapital	EUR Mio.	1,7	2,7	2,9	3,2	3,1	1,8	1,1
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,0	4,9	6,1	4,9	3,3	4,9	5,0
EK-Quote	%	29,8%	35,9%	32,4%	39,5%	48,3%	26,5%	17,7%
Gearing	%	-291,4%	-243,1%	-219,1%	-202,9%	-180,8%	-322,4%	-471,5%
Net Working Capital	EUR Mio.	-3,7	-4,5	-4,5	-4,3	-3,0	-3,0	-4,3
Asset Turnover	x	3,0	2,5	2,5	2,6	2,8	2,3	2,6
EBITDA-ICR	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	1.272	1.272	1.272	1.272	1.272	1.272	1.272
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	6,9	7,7	7,1	6,4	5,7	5,7
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	6,7	5,8	5,6	1,3	3,8	2,5
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	6,8	7,0	6,2	4,6	4,9	4,0
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	6,7	7,1	5,6	5,1	5,4	2,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-4,9	-6,7	-6,4	-6,4	-5,6	-5,7	-5,1
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	0,2	1,3	0,7	0,8	0,1	0,7
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,6	-0,9	-4,3	-1,9	-2,5
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	0,1	0,6	-0,2	-1,0	-0,8	-1,1
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	0,1	0,7	-0,8	-0,5	-0,3	-2,3
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	0,01	0,06	0,03	0,04	0,00	0,04
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	0,01	0,03	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	0,00	0,03	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Hoch	x	n/a	13,2	n/a	13,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	52,1	n/a	26,2	11,5	5,6
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	6,8	n/a	n/a	6,2	5,0	2,3
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	3,3	n/a	n/a	3,0	1,6	5,1
KGV Hoch	x	n/a	965,4	46,5	28,0	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	931,6	35,3	21,9	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	949,4	42,3	24,4	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	940,5	43,2	22,0	n/a	n/a	n/a
KBV Schlusskurs	x	n/a	2,5	2,4	1,8	1,6	3,1	2,6
FCF-Yield	%	n/a	10,4%	-4,2%	0,8%	-16,8%	26,1%	-21,5%
Dividendenrendite	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	n/a	0,7	0,2	0,0	-1,3	1,4	-0,6
Investiver Cashflow	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,5	0,1	0,5	0,0	0,0
Free Cashflow	EUR Mio.	n/a	0,7	-0,3	0,0	-0,9	1,4	-0,6
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	n/a	1,1	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick II, 2012-18e

HGB (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	6,0	4,6	4,8	5,1	5,3	5,9	6,7
Eigenkapital	EUR Mio.	0,7	0,6	0,3	-0,1	-0,3	-0,2	0,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,8	4,6	5,2	5,8	6,1	6,6	7,1
EK-Quote	%	10,9%	11,7%	5,0%	-1,8%	-5,1%	-3,7%	2,2%
Gearing	%	-701,6%	-542,9%	n/a	2824,4%	949,3%	1209,5%	n/a
Net Working Capital	EUR Mio.	-5,3	-3,8	-4,6	-5,2	-5,6	-6,0	-6,4
Asset Turnover	x	2,6	3,3	2,6	2,9	3,1	3,0	2,8
EBITDA-ICR	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	1.272	1.272	1.272	1.272	1.399	1.399	1.399
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	2,8	1,9	1,3	2,5	4,1	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	1,6	1,3	1,0	0,4	2,0	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	1,9	1,5	1,1	1,2	2,7	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	1,9	1,3	1,0	2,5	2,8	2,8	2,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-5,0	-3,3	-2,8	-3,0	-2,8	-2,9	-3,1
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	-2,2	-1,4	-1,5	-0,4	1,3	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	-3,4	-2,0	-1,7	-2,6	-0,9	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	-3,1	-1,8	-1,7	-1,8	-0,2	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	-3,1	-2,0	-1,7	-0,4	0,0	-0,1	-0,3
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	0,07	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Hoch	x	4,5	10,6	3,7	0,6	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	7,0	15,5	4,3	3,9	4,7	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	6,2	13,6	4,1	2,7	0,9	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	6,3	15,5	4,3	0,7	0,2	n/a	n/a
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	45,5	7,1
KBV Schlusskurs	x	2,7	2,1	3,8	n/a	n/a	n/a	17,8
FCF-Yield	%	-1,2%	-136,4%	-51,5%	-4,5%	-4,9%	1,1%	8,2%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	0,0	-1,6	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,3
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	0,0	-1,7	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,2
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Umsatz	EUR Mio.	18,0	19,2	20,2	20,9	21,4	21,8	22,0	22,1	22,2	22,2	22,2	22,2	22,3	22,3
YoY	%	9,1%	6,9%	4,8%	3,7%	2,6%	1,6%	0,9%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBIT	EUR Mio.	-0,2	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6
EBIT-Marge	%	-1,0%	0,4%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	2,5%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-Marge inkl. Beteiligungen	%	-1,0%	0,4%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	2,5%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Steuerquote (τ)	%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	2,5%	2,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	-0,2	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4
Reinvestment	EUR Mio.	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF	EUR Mio.	0,1	0,4	0,7	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
WACC	%	13,3%	13,3%	13,3%	12,5%	11,8%	11,0%	10,3%	9,6%	8,8%	8,1%	7,3%	6,6%	5,8%	5,1%
Diskontierungssatz	%	100,0%	88,3%	77,9%	69,2%	61,9%	55,8%	50,6%	46,2%	42,4%	39,2%	36,6%	34,3%	32,4%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	0,1	0,3	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	1,0													
in % des Enterprise Values	%	21,0%													
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	2,8													
in % des Enterprise Values	%	60,5%													
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	0,9													
in % des Enterprise Values	%	18,5%													
Enterprise Value	EUR Mio.	4,6													
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0													
Cash	EUR Mio.	3,0													
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	7,6													
Anzahl Aktien	Mio.	1.399													
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR Mio.	5,40													
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN															

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei 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:

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
21.06.2016	5,40	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.