

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

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

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

NICO LÖCHNER
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653
NLOECHNER@SOLVENTIS.DE

11880 Solutions AG

Neuer strategischer Investor steigt ein

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,65 € (1,41 €)
Kurs (23.04.2019)	1,32 €
ISIN	DE0005118806
Marktkapitalisierung (Mio. €)	25,2
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	19,1
Marktsegment	Prime Standard
Homepage:	www.11880.com

Kennzahlen

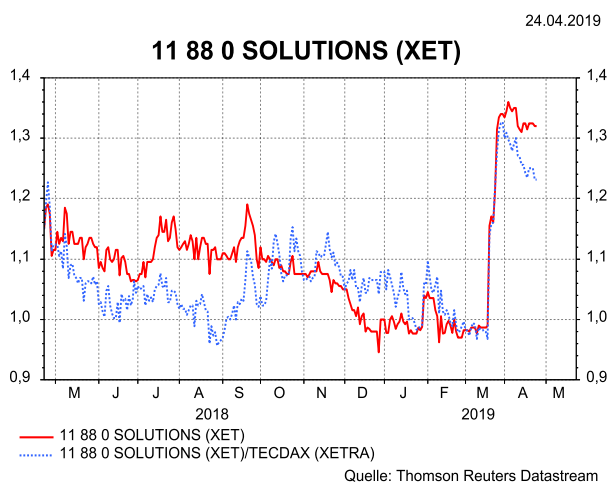
	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. €)	42,9	45,0	47,2	48,4
EBIT (Mio. €)	-3,0	-0,9	-0,1	1,6
EBIT-Marge	-7,1%	-2,0%	-0,2%	3,4%
EBITDA (Mio. €)	1,0	3,4	4,2	5,9
EBITDA-Marge	2,3%	7,5%	9,0%	12,3%
Ergebnis je Aktie (€)	-0,16	-0,07	-0,02	0,07
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie (€)	0,40	0,33	0,31	0,37
KGV	neg.	neg.	neg.	19,7
Kurs/Buchwert	2,52	4,02	4,30	3,53
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	14,1
EV/EBITDA	16,0	8,7	6,5	3,9
EV/Umsatz	0,37	0,66	0,58	0,48
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

2018 war das Jahr des Umsatz- und EBITDA-Turnarounds für die 11880 Solutions AG. Der Umsatz stieg um 3,9% auf 42,9 Mio. €, das erste Plus seit Jahren. Deutliche Fortschritte wurden auch beim EBITDA erreicht, das von -2,3 Mio. € auf 1,0 Mio. € zulegte. Das EPS war mit -0,16 € zwar noch negativ, aber deutlich besser als im Vj. (-0,50 €). Wir erhöhen das Kursziel auf 1,65 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Die Umsatz-Guidance 2019 von 40,3 bis 47,0 Mio. € ist sehr breit gefasst. Diese sieht für das Segment Digital einen Umsatz von 30,0 bis 34,0 Mio. € vor (2018: 30,3 Mio. €). Pessimistischer ist 11880 wie erwartet bei der Auskunft, die einen Umsatz zwischen 10,3 und 13,0 Mio. € erwirtschaften soll nach 12,6 Mio. € in 2018. Beim EBITDA sieht das Unternehmen Potential und prognostiziert einen Anstieg von 1,0 Mio. € im Vj. auf 2,0 bis 4,0 Mio. €. Darin enthalten ist ein IFRS 16-Effekt von 1,0 bis 1,5 Mio. €. Auf die Segmente verteilt sich die EBITDA-Prognose wie folgt: Digital 2,5 bis 4,0 Mio. € und Auskunft -0,5 bis 0,5 Mio. €. Am Ende des Jahres soll die Liquidität des Konzerns zwischen 1,6 und 2,6 Mio. € liegen. Der Start ins Jahr verlief nach Aussagen des Managements sehr gut. Die wesentlichen KPIs im Digitalbereich liegen im Rahmen bzw. über dem Budget.

Das Segment Digital überzeugte mit einem Kundenwachstum um 22,1% yoy auf 31.298 Kunden per Ende 2018. Hohe Wachstumsraten verzeichnete 11880 Solutions auch bei den monatlichen Besuchen auf „11880.com“ und „werkenntdenBESTEN.de“. Im Segment Auskunft konnte das wachsende Call Center-Drittgeschäft die rückläufige Telefonauskunft noch nicht voll kompensieren. Der Umsatzmix führte zu einer geringeren Bruttomarge. Das EBITDA wurde mit -0,1 Mio. € (Vj. +1,7 Mio. €) ausgewiesen und damit knapp unterhalb der Guidance (0 bis 1,0 Mio. €).

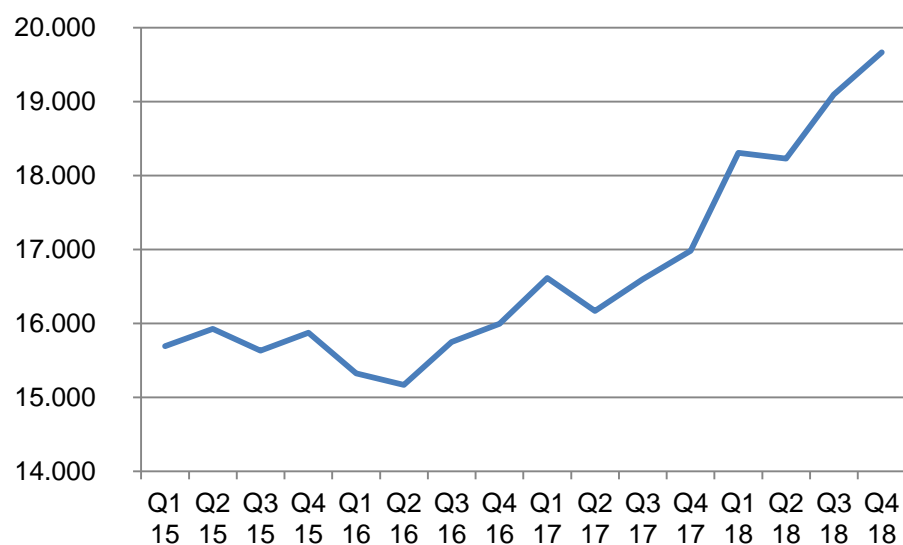
Ende März gab es deutliche Kursgewinne bei der 11880 Solutions-Aktie. Treiber war der Einstieg der Müller Medien Group aus Nürnberg (united vertical media GmbH). Den Großteil der Aktien übernahm sie von Golden Tree Asset Management. Müller Medien ist ein Unternehmen des Verlagszusammenschlusses „Gelbe Seiten“.



Deutliche Senkung der Kosten

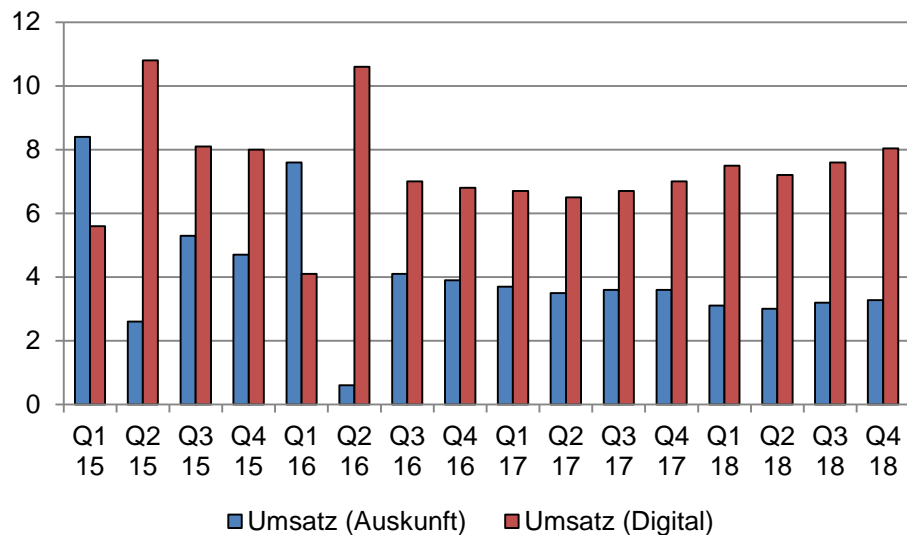
Nach den Umsatzrückgängen in den letzten Jahren konnte 2018 der Umsatz um 3,9% auf 42,3 Mio. € gesteigert werden. Trotz des Umsatzanstiegs waren die Umsatzkosten weiterhin rückläufig. 2018 summierten sich diese auf 24,3 Mio. €, damit waren die Kosten rund 2,3 Mio. € niedriger als im Vj.. 1,2 Mio. € der Einsparungen resultierten aus dem Rückgang bei den Abschreibungen der Vertragserfüllungskosten und 1,1 Mio. € aus geringeren Personalkosten. Noch größer waren die Einsparungen bei den Vertriebskosten, die um 19,0% auf 12,1 Mio. € sanken. Dahinter stehen geringere Forderungsverluste durch Optimierung des Forderungsmanagement und geringere Abschreibungen (-1,2 Mio. €) auf immaterielle Vermögensgegenstände aufgrund der Umstellung auf eine längere Nutzungsdauer. Mit 3,8% war der Rückgang bei den Verwaltungskosten vergleichsweise gering.

11880 Solutions: Umsatz je Mitarbeiter (in €)



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Durch den Rückgang des Personals (von 624 auf 575 Mitarbeiter) und den gestiegenen Umsatz verbesserte sich der Umsatz je Mitarbeiter um 15,8% auf 19.666 €. Es ist davon auszugehen, dass sich der positive Trend in den nächsten Quartalen fortsetzen wird.

11880 Solutions: Umsatz nach Segmenten (in Mio. €)

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Im Digital Segment setzt 11880 vermehrt auf Unternehmen

Das Jahr 2018 verlief im Segment Digital nach Plan. Der Umsatz stieg auf 30,3 Mio. € (Vj. 26,9 Mio. €) und lag damit am oberen Ende der prognostizierten Spanne von 29,1 bis 30,3 Mio. €. Das EBITDA war mit 1,1 Mio. € (Vj. -4,0 Mio. €) wie erwartet positiv und lag in der oberen Hälfte der Prognosespanne von 0,3 bis 1,4 Mio. €. Ausschlaggebend für die Verbesserungen war der Umsatzanstieg verbunden mit Kostenoptimierungen.

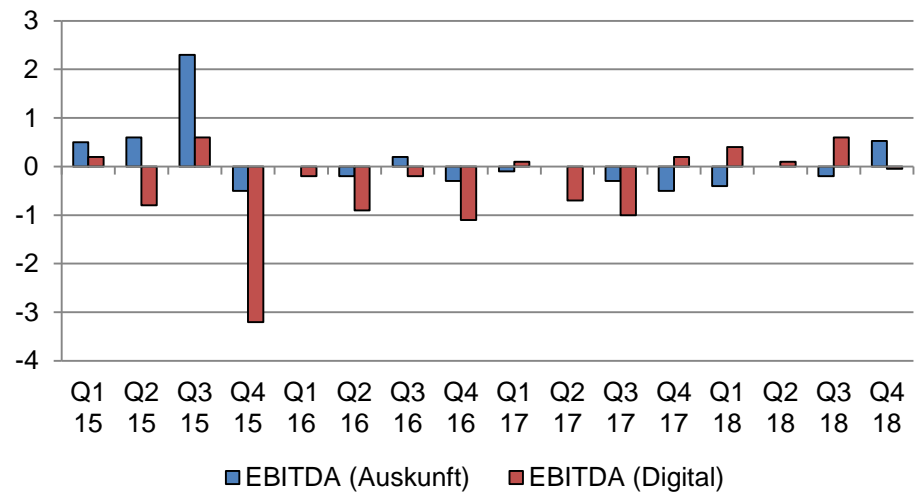
Insgesamt konnte 11880 Solutions im vergangenen Jahr netto 5.663 (Vj. ~4.200) neue Kunden gewinnen. Damit wurde das Ziel von 5.100 deutlich übertroffen. Dabei half die Stabilisierung der Kündigungsquote bei durchschnittlich 25%. Die Gesamtkundenzahl betrug Ende 2018 31.298 Kunden (Vj. 25.635), was einem Anstieg von 22,1% ggü. dem Vj. entspricht. Der „Average Revenue Per Account“ (ARPA) von Neukunden stieg um 4,8% auf 696 €. Aufgrund der neuen Strategie, mehr Kunden durch einen geringeren ARPA zu gewinnen, sank das Gesamtkunden-ARPA um 6,6% auf 979 €. Der Rückgang war jedoch geringer als erwartet. Details zum Traffic und den Anfragen folgen auf S. 8 ff..

Zu den wichtigsten Einführungen 2018 gehörte das Fachportal Redlight Guide. Gegen Ende des Jahres folgten dann die letzten Vorbereitungen für den Start des Job-Portals „wirfindenDeinenJob.de“. Das Portal wurde Anfang 2019 erfolgreich gelauncht. Das Suchmaschinenwerbeangebot wurde um Bing (Microsoft) erweitert und der Vertrag mit Google wurde um ein weiteres Jahr verlängert.

Das Jahr 2019 startete im Segment Digital sehr gut. Die Q1'2019-Zahlen liegen aktuell deutlich über Plan. Besonders erfreulich war der Anstieg der zahlenden Kunden auf über 33.000 (Q1'2019). Damit fehlen noch ca. 4.000 Kunden, um

das für 2019er anvisierte Ziel zu erreichen. Nicht nur bei den Kunden läuft es gut, die anderen relevanten KPIs können ebenfalls überzeugen und liegen im bzw. über Plan.

11880 Solutions: EBITDA nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Auskunft: Call Center-Drittgeschäft wächst

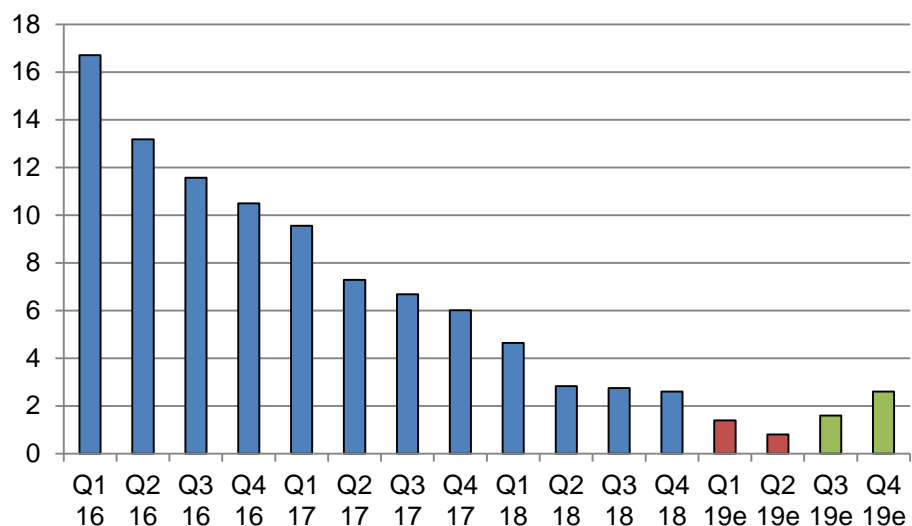
Der Rückgang beim Segment Auskunft setzte sich erwartungsgemäß fort. Der Umsatz sank um 12,5% auf 12,6 Mio. €. Die Prognose sah einen Umsatz zwischen 10,7 und 12,9 Mio. € vor. Die Erwartungen (0 bis 1,0 Mio. €) für das EBITDA konnten nicht erfüllt werden. Trotz des guten Schlussquartals lag das EBITDA am Ende des Jahres mit -0,1 Mio. € knapp darunter. Die Verschlechterung beruht darauf, dass das hochmarginige Auskunftsgeschäft Umsatzanteile verlor und das weniger margenstarke Call Center-Drittgeschäft Anteile gewann.

Das Anrufvolumen ging mit -22% (Vj. -19%) wie erwartet deutlich zurück. Damit waren die Verluste höher, als vom Unternehmen für 2018 prognostiziert. Der Umsatz pro Call konnte dagegen um ~2% gesteigert werden.

Cash-Burn verlangsamt sich deutlich

Im operativen Geschäft erzielte 11880 einen positiven Cashflow von 1,3 Mio. € nach -2,5 Mio. € im Vorjahr. Hauptgrund für die Verbesserung war das gestiegene Ergebnis. Außerdem war der Cashflow im Vergleichsjahr höher mit Restrukturierungskosten belastet als 2018. Die Investitionen (ohne Geldmarkt- bzw. Rentenfonds Transaktionen) beliefen sich 2018 auf 4,6 Mio. € (Vj. 2,1 Mio. €). Ein Großteil der Investitionen erfolgte dabei in Vertriebsprovisionen mit einer Vertragslaufzeit >1 Jahr. Inclusive der Geldmarkt- bzw. Rentenfonds Transaktionen betrug der Cashflow aus Investitionstätigkeiten -1,1 Mio. € (Vj. 2,4 Mio. €). Fast ausgeglichen war der Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten mit 0,1 Mio. € (Vj. -0,2 Mio. €). Damit lag der 2018er Cashflow bei -3,4 Mio. €, was innerhalb der Guidance von -4,9 bis -2,9 Mio. € war. Dies führte zu einem Rückgang der Liquidität auf 2,6 Mio. € (Vj. 6,0 Mio. €).

11880 Solutions: Liquidität inkl. Erwartung 2019 (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Für Ende 2019 prognostiziert 11880 Solutions eine Liquidität von 1,6 bis 2,6 Mio. €. Dabei soll die Liquidität in der ersten Jahreshälfte saisonal bedingt gegebenenfalls unter 1,0 Mio. € sinken. In der zweiten Jahreshälfte erwartet das Management dann einen positiven Cashflow.

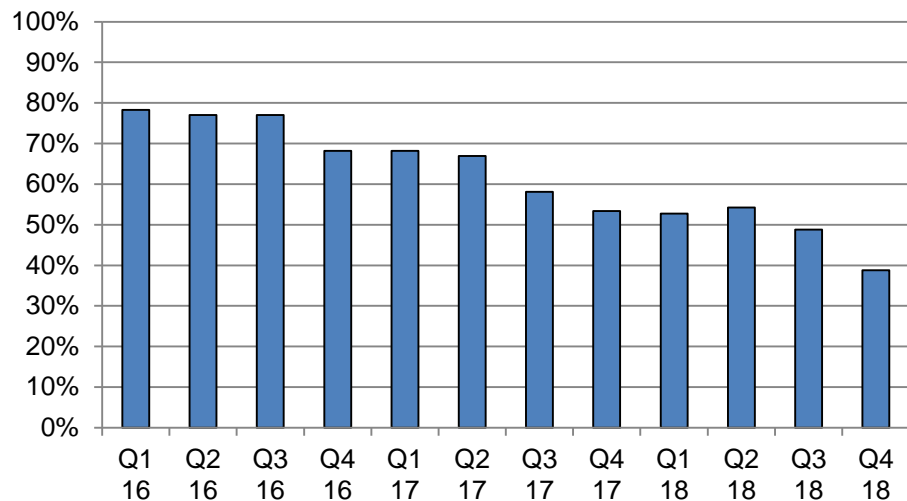
Sollte die Liquidität knapp werden, hat 11880 verschiedene Möglichkeiten um gegenzusteuern:

1. Kapitalerhöhung
 - unter Ausschluss des Bezugsrechts (10%)
 - mit Bezugsrecht (max. 2:5), bzw. Wandelanleihe (max. 2:5)
2. Fremdkapital
 - Überziehungskreditlinie 1,0 Mio. €
 - Bankdarlehen

Nachträglicher Impairment Test belastet EK-Quote

Die Bilanzsumme verkleinert sich, bereinigt um die von der DPR im März 2019 geforderten Fehlerkorrekturen des Abschlusses 2016, um 15,8% auf 19,6 Mio. €. Dies entspricht einem Rückgang um 3,5 Mio. €. Die EK-Quote verschlechtert sich deutlich von 53,4% (unangepasst) im Vj. auf 38,8%. Verantwortlich für den Rückgang waren die Korrekturen aus der Vergangenheit und das negative Periodenergebnis 2018. Die 11880 Solutions AG hat keine wesentlichen langfristigen Verbindlichkeiten oder Bankdarlehen.

11880 Solutions: Eigenkapitalquote*



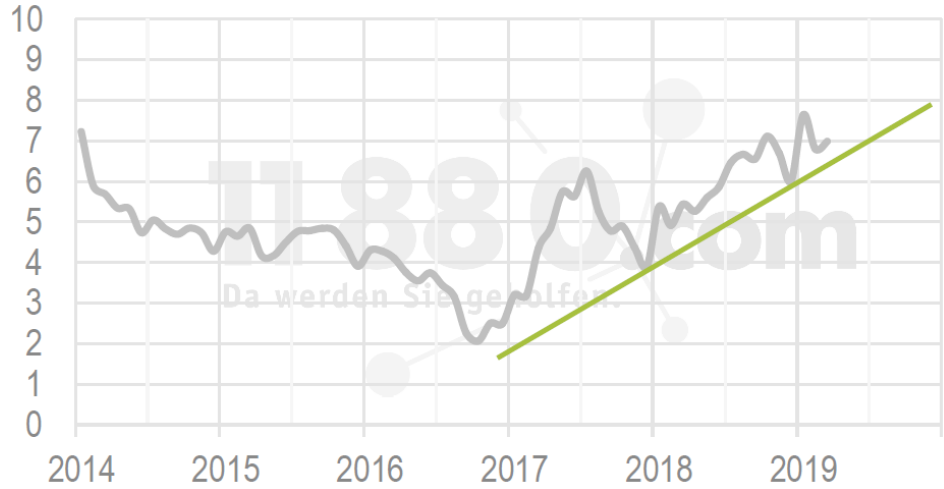
*Es fand keine Anpassung der vorherigen Quartalsquoten an
Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Die Deutsche Prüfstelle für Rechnungswesen (DPR) hat eine Fehlerfeststellung für den 2016er Abschluss mitgeteilt. Dieser wirkt sich auch auf den 2017er Abschluss aus. Die DPR beanstandete den 2016 durchgeführten Impairment Test für den Goodwill im Bereich Digitalgeschäft. Nach Ansicht der Prüfer konnte die 11880 Solutions AG die Werthaltigkeit bezogen auf den Zeitpunkt der Aufstellung nicht hinreichend nachweisen. In dem erneuten für 2016 durchgeführten Impairment Test wurde daher seitens des Unternehmens der Abzinsungssatz mit 14,33% (vorheriger Abzinsungssatz: 12,23%) angesetzt. Die Anpassung führte zu dem Ergebnis, dass der Goodwill bezogen auf den Abschluss 2016 nicht werthaltig war. Aus diesem Grund wurde er rückwirkend für 2016 erfolgsneutral auf Null wertberichtigt. Dadurch wurden die Bilanzpositionen „Geschäfts- und Firmenwert“ und „Bilanzverlust“(EK) jeweils um 3,07 Mio. € reduziert (Bilanzverkürzung).

Auswirkungen von IFRS 16 auf die Bilanz und GuV

Die Einführung von IFRS 16 führt bei 11880 Solutions zu einer Ausweitung der Bilanzsumme um 6,5 bis 7,5 Mio. €. Durch die Einführung sinken die Vertriebs- und Verwaltungskosten (Mietaufwand) um 1,0 bis 1,5 Mio. €, während die Abschreibungen um 0,8 bis 1,2 Mio. € und der Zinsaufwand um 0,3 bis 0,55 Mio. € steigen werden. Dadurch werden das EBITDA um 1 bis 1,5 Mio. € und das EBIT um 0,3 bis 0,55 Mio. € höher ausfallen.

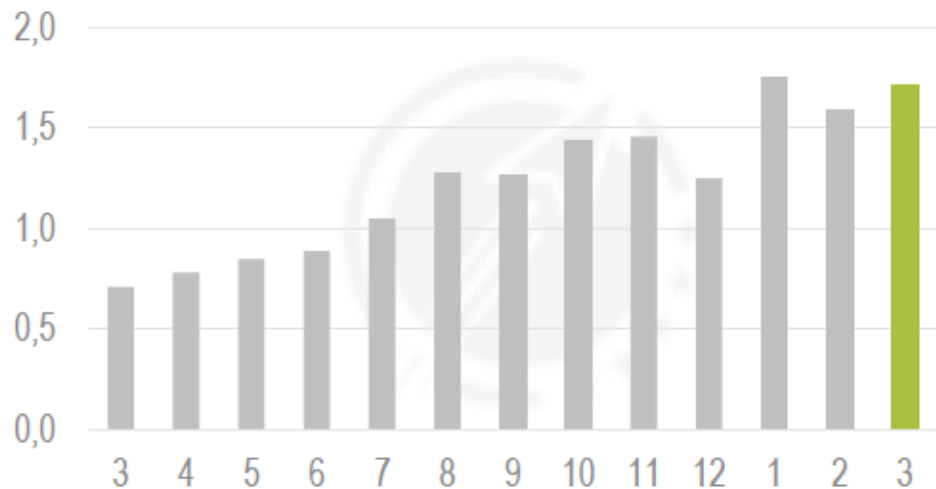
11880 Solutions: Traffic 11880.com mit steigender Tendenz (in Mio.)



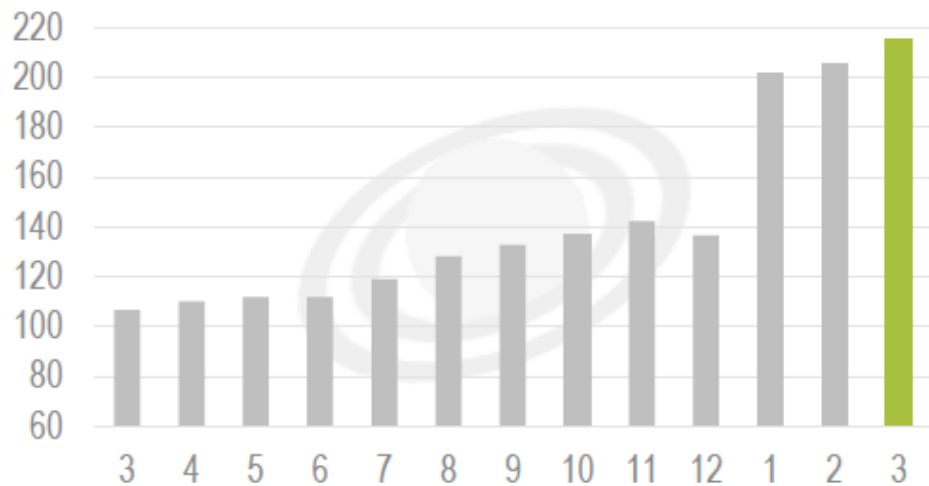
Quelle: 11880 Solutions AG

11880 Solutions konnte die positive Entwicklung des Traffics fortsetzen. Ende 2018 lag der monatliche Traffic von „11880.com“ bei rund 7 Mio. Besuchen. „werkenntdenBESTEN.de“ entwickelte sich ebenfalls hervorragend: Die Webseite hat mittlerweile monatlich 1,5 Mio. Aufrufe.

11880 Solutions: Traffic werkenntdenBESTEN.de wächst kräftig (in Mio.), Monatsdaten

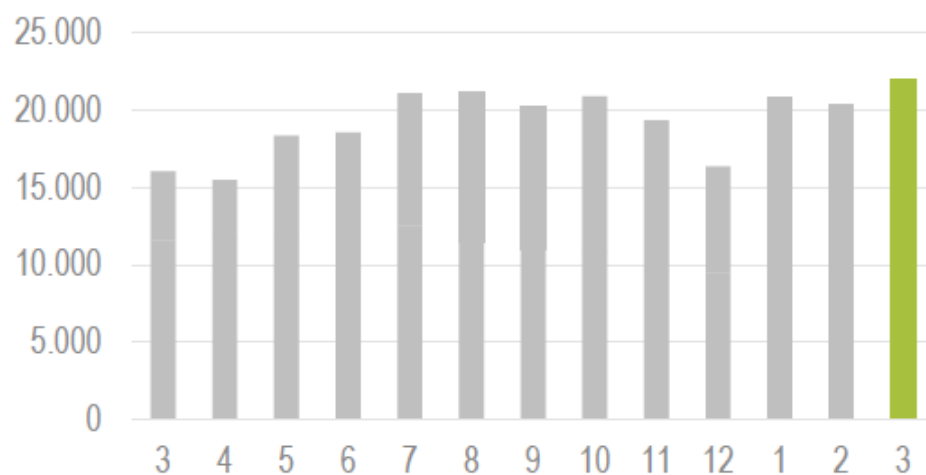


Quelle: 11880 Solutions AG

11880 Solutions: Traffic Fachportale nimmt stetig zu (in Tsd.), Monatsdaten

Quelle: 11880 Solutions AG

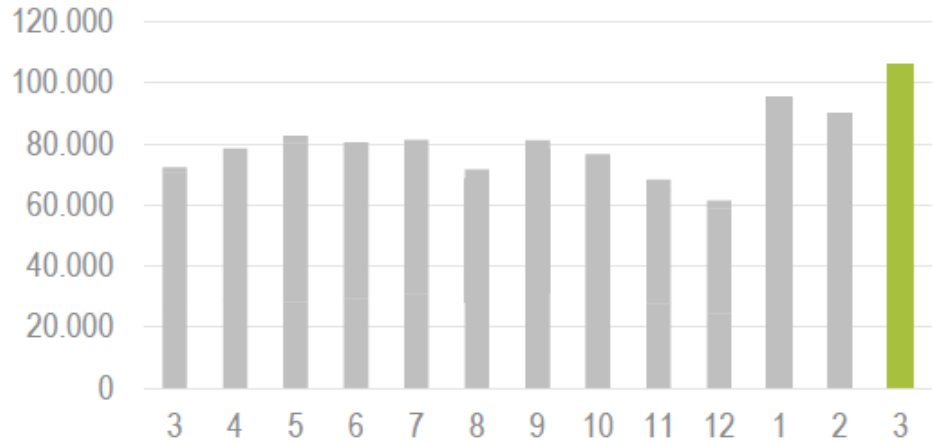
Durch die neuen Fachportale Redlight Guide und „wirfindenDeinenJob.de“ konnte 11880 Solutions sehr gut in das Jahr 2019 starten. Mittlerweile wird in diesem Bereich ein Traffic von über 200.000 pro Monat erzielt.

11880 Solutions: Eingehende Anfragen (Leads), Monatsdaten

Quelle: 11880 Solutions AG

Die monatlich eingehenden Anfragen sind inzwischen konstant über 20.000. Nur in den saisonal schwachen Monaten November und Dezember lagen diese zuletzt unter dieser Schwelle.

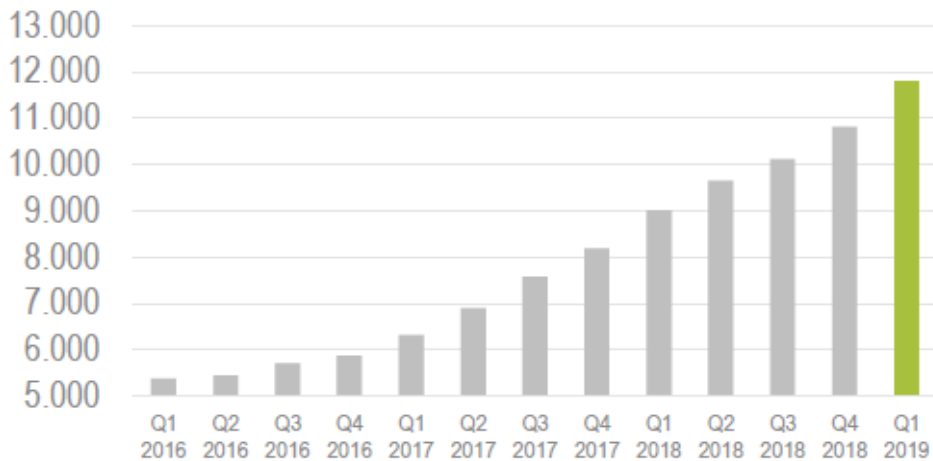
11880 Solutions: Angenommene Anfragen, Monatsdaten



Quelle: 11880 Solutions AG

Die Leads werden rabattiert und unverbindlich an Bestandskunden (primär) und Nicht-Kunden (sekundär) teilweise mehrfach weitergegeben. Nach dem sich die angenommenen Anfragen Mitte des Jahres bei 80.000 stabilisierten, gingen sie gegen Ende des Jahres wieder auf ca. 60.000 Anfragen zurück. Erfreulich war die Entwicklung zu Beginn des Jahres: Im März 2019 lagen die Anfragen bei über 100.000.

11880 Solutions: Kundenbestand Branchen-Fachportale



Quelle: 11880 Solutions AG

Nicht-Kunden, die mit der Lead-Verteilung positive Erfahrungen gemacht haben, werden nach wie vor mit einer relativ hohen Wahrscheinlichkeit zu neuen Kunden konvertiert. Mittlerweile liegt der Kundenbestand auf diesen Fachportalen bei fast 12.000.

Bewertung

Wir haben unser DCF-Modell um ein Jahr vorgestellt und die Planphase um ein Jahr verlängert. Unverändert lassen wir unsere Schätzungen für den Umsatz in den nächsten Jahren. Aufgrund von IFRS 16 passen wir die Abschreibungen, EBIT-Marge und Zinsaufwand an. Im TV gehen wir nach wie vor von einer EBIT-Marge von 8,0% auf. Ebenfalls keine Änderungen haben wir am WACC (8,6%), Reinvestment Rate (0,0%) und im ewigen Wachstum (1,0%) vorgenommen.

Aufgrund des weggefallenen Jahres 2018 steigt der faire Wert der 11880 Solutions-Aktie nach unserem DCF-Modell deutlich auf 1,65 €.

Peergroup-Vergleich

Der Peergroup-Vergleich zeigt, dass zweistellige EBIT-Margen in der Branche üblich sind. Das ist bezüglich der Unternehmensgröße zu relativieren. Dennoch sollte 11880 mit einem funktionierenden Geschäftsmodell profitabel werden und dann deutlich höhere Margen erzielen. Ansonsten ist der Peergroup-Vergleich aufgrund der Verlustsituation bei 11880 wenig hilfreich. Hinzu kommt, dass Wettbewerber wie Gelbe Seiten und GoYellow keine börsennotierten Gesellschaften sind: Für deren Berücksichtigung im Peergroup-Vergleich fehlen die Zahlen.

11880 Solutions: Peergroup-Vergleich

Ticker	Kurs		KGV 2018	KGV 2019e	KGV 2020e	EV/EBITDA 2019e	EV/EBITDA 2020e	EV/EBIT 2019e	EV/EBIT 2020e	EBIT-Marge 2019e	EBIT-Marge 2020e	Kurs/Buchwert 2019e	Kurs/Buchwert 2020e	EV/Sales 2019e	EV/Sales 2020e	Dividendenrendite 2019e
	23.04.19	Währung														
Deutsche Telekom AG	15,00	EUR	32,4	14,1	12,7	5,2	4,9	11,7	10,6	13,7%	14,5%	2,1	2,0	1,6	1,5	5,1%
United Internet AG	36,05	EUR	40,5	14,3	12,6	6,8	5,9	9,6	8,1	17,0%	18,4%	1,6	1,5	1,6	1,5	2,8%
Publicis Groupe SA	51,76	EUR	12,8	10,8	9,9	5,8	5,1	7,6	6,6	16,4%	16,7%	1,6	1,5	1,2	1,1	4,2%
Solocal Group SA	0,86	EUR	-3,6	10,2	7,6	6,0	5,0	18,6	7,5	8,4%	19,2%	-0,7	-0,8	1,6	1,4	0,0%
Scout24 AG	46,02	EUR	26,3	25,6	22,3	17,2	14,9	21,1	17,8	42,2%	44,1%	3,9	3,6	8,9	7,8	1,7%
Stroeer SE & Co KGaA	58,30	EUR	-165,6	15,5	14,0	8,0	7,5	15,7	14,3	16,0%	16,7%	4,3	3,9	2,5	2,4	3,1%
Durchschnitt (ungewichtet)			-9,5	15,1	13,2	8,2	7,2	14,0	10,8	19,0%	21,6%	2,2	1,9	2,9	2,6	2,8%
MEDIAN			19,5	14,2	12,7	6,4	5,5	13,7	9,3	16,2%	17,6%	1,9	1,8	1,6	1,5	2,9%
11 88 0 Solutions AG*	1,32	EUR	-6,1	-19,3	-62,0	8,7	6,5	-32,8	-387,8	-2,0%	-0,2%	4,0	4,3	0,7	0,6	0,0%
Abweichung vom Median			-131,5%	-236,4%	-588,9%	36,5%	17,3%	-339,4%	-4251,5%	-112,3%	-100,9%	112,5%	145,3%	-59,4%	-61,6%	-100,0%

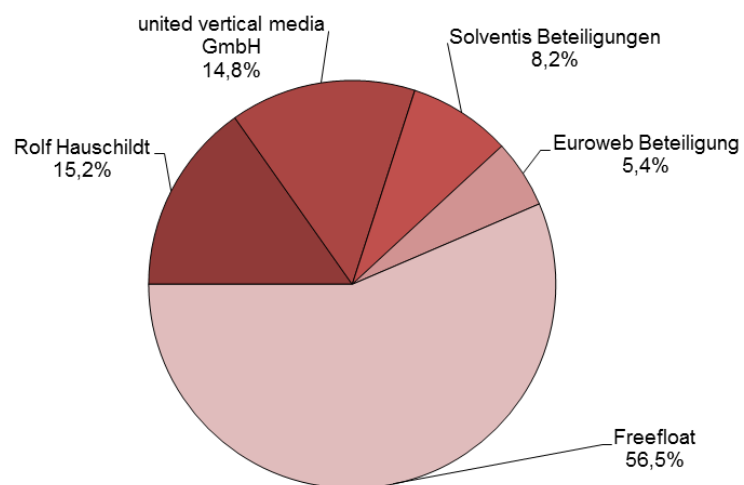
* 11 88 0 Solutions AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Aktionärsstruktur

Seit dem 20.03.2019 gibt es mit united vertical media GmbH (Müller Medien Group) einen neuen strategischen Investor bei 11880 Solutions. Die Gesellschaft der Müller Medien Group ist zurzeit mit 14,76% an der 11880 Solutions beteiligt. Abgeber war Golden Tree Asset Management (GTAM), die ihre Position von 13,18% auf 0,45% reduzierte. Nach wie vor investiert sind die drei anderen meldepflichtigen Aktionäre Rolf Hauschildt, Solventis Beteiligungen und Euroweb Beteiligung.

11880 Solutions: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Kommender Newsflow

- **09.05.2019:** Veröffentlichung 3-Monatsergebnis 2019
 - **12.06.2019:** Hauptversammlung
 - **08.08.2019:** Veröffentlichung 6-Monatsergebnis 2019
 - **07.11.2019:** Veröffentlichung 9-Monatsergebnis 2019
-

11880 Solutions: GuV (in Tsd. €)

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
Umsatz	42.921	4,0%	45.043	4,9%	47.182	4,8%	48.362	2,5%
Umsatzkosten	24.316	-8,5%	25.518	4,9%	26.730	4,8%	27.398	2,5%
Bruttoergebnis v. Umsatz	18.605	26,7%	19.525	4,9%	20.452	4,8%	20.963	2,5%
Bruttomarge	43,35%	7,8 pp	43,35%	0,0 pp	43,35%	0,0 pp	43,35%	0,0 pp
Vertriebskosten	12.086	-19,0%	11.401	-5,7%	11.456	0,5%	10.784	-5,9%
Allgemeine Verwaltungskosten	9.475	-3,8%	8.938	-5,7%	8.981	0,5%	8.454	-5,9%
Sonstige betriebl. Aufwendungen	94	3033,3%	89	-5,7%	89	0,5%	84	-5,9%
Sonstige betriebl. Erträge	3	-40,0%	3	-5,7%	3	0,5%	3	-5,9%
EBITDA	981	142,7%	3.399	246,5%	4.229	24,4%	5.944	40,6%
EBITDA-Marge	2,29%	7,9 pp	7,55%	5,3 pp	8,96%	1,4 pp	12,29%	3,3 pp
EBIT	-3.047	69,8%	-901	70,4%	-71	92,1%	1.644	2423,3%
EBIT-Marge	-7,10%	17,3 pp	-2,00%	5,1 pp	-0,15%	1,9 pp	3,40%	3,6 pp
Erträge/Aufwendungen aus Wertpapieren	22	-55,1%	22	0,0%	50	127,3%	25	-50,0%
Zinserträge	54	-72,3%	150	177,8%	100	-33,3%	50	-50,0%
Zinsaufwand	42	68,0%	540	1185,7%	486	-10,0%	437	-10,0%
Finanzergebnis	34	-84,3%	-368	-1182,4%	-336	8,7%	-362	-7,9%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	-3.013	69,5%	-1.269	57,9%	-407	67,9%	1.282	415,1%
EBT-Marge	-7,02%	16,9 pp	-2,82%	4,2 pp	-0,86%	2,0 pp	2,65%	3,5 pp
Steuern	96	140,5%	38	-60,4%	0	-100,0%	0	n.m.
Steuerquote	-3,19%	-5,6 pp	-2,99%	0,2 pp	0,00%	3,0 pp	0,00%	0,0 pp
Konzernjahresüberschuss	-3.109	67,7%	-1.307	58,0%	-407	68,9%	1.282	415,1%
Anzahl Aktien	19,11	0,0%	19,11	0,0%	19,11	0,0%	19,11	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	-0,16	67,7%	-0,07	58,0%	-0,02	68,9%	0,07	415,1%

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

11880 Solutions: Bilanz (in Tsd. €)*

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand+Rentenfonds	2.599	-56,8%	1.937	-25,5%	3.078	58,9%	6.161	100,2%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	9.296	-4,0%	9.400	1,1%	8.500	-9,6%	7.500	-11,8%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	651	-69,2%	651	0,0%	651	0,0%	651	0,0%
Steuerforderungen	72	-25,8%	72	0,0%	72	0,0%	72	0,0%
Summe Umlaufvermögen	12.618	-29,5%	12.060	-4,4%	12.301	2,0%	14.384	16,9%
Sachanlagen	8.044	589,9%	7.744	-3,7%	6.944	-10,3%	6.214	-10,5%
Immaterielle Vermögenswerte	5.282	48,6%	5.282	0,0%	5.282	0,0%	5.282	0,0%
Firmenwerte	416	-88,1%	416	0,0%	416	0,0%	416	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	5	n.m.	5	0,0%	5	0,0%	5	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	188	4600,0%	188	0,0%	188	0,0%	188	0,0%
Summe Anlagevermögen	13.935	69,1%	13.635	-2,2%	12.835	-5,9%	12.105	-5,7%
Bilanzsumme	26.553	1,6%	25.695	-3,2%	25.136	-2,2%	26.489	5,4%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	19.111	0,0%	19.111	0,0%	19.111	0,0%	19.111	0,0%
Kapitalrücklage	32.059	0,0%	32.059	0,0%	32.059	0,0%	32.059	0,0%
Gewinnrücklagen	0	n.m.	-1.307	n.m.	-1.714	-31,1%	-432	74,8%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-43.594	-17,1%	-43.594	0,0%	-43.594	0,0%	-43.594	0,0%
Eigenkapital	7.576	-45,7%	6.269	-17,2%	5.862	-6,5%	7.144	21,9%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	168	-4,5%	171	2,0%	180	5,0%	184	2,0%
Übrige Rückstellungen	187	34,5%	196	4,9%	206	4,8%	211	2,5%
Verbindlichkeiten Leasing	6.000	n.m.	6.000	0,0%	5.000	-16,7%	4.000	-20,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	543	15,0%	570	4,9%	597	4,8%	612	2,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	406	n.m.	426	4,9%	446	4,8%	457	2,5%
Summe langfristige Schulden	7.304	828,1%	7.364	0,8%	6.429	-12,7%	5.464	-15,0%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	35	-85,5%	37	4,9%	38	4,8%	39	2,5%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	5.010	-15,5%	5.000	-0,2%	5.500	10,0%	6.500	18,2%
Finanzverbindlichkeiten	0	0,0%	119	n.m.	119	0,0%	0	-100,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	5.628	7,4%	5.906	4,9%	6.187	4,8%	6.341	2,5%
Verbindlichkeiten Leasing	1.000	n.m.	1.000	0,0%	1.000	0,0%	1.000	0,0%
Summe Kurzfristige Schulden	11.673	2,3%	12.062	3,3%	12.844	6,5%	13.881	8,1%
Bilanzsumme	26.553	1,6%	25.695	-3,2%	25.136	-2,2%	26.489	5,4%

*In 2018 wurde IFRS 16 bereits beachtet

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

11880 Solutions: DCF-Modell

(in Tsd. EUR)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminal Value
Umsatz	42.921,0	45.042,5	47.182,0	48.361,6	50.658,7	51.925,2	
Veränderung in %	4,0%	4,9%	4,8%	2,5%	4,8%	2,5%	
EBITDA	981,0	3.399,2	4.229,2	5.944,3	6.427,7	7.000,1	
EBITDA-Marge	2,3%	7,5%	9,0%	12,3%	12,7%	13,5%	
EBIT	-3.047,0	-900,9	-70,8	1.644,3	2.127,7	2.700,1	
EBIT-Marge	-7,1%	-2,0%	-0,2%	3,4%	4,2%	5,2%	
NOPLAT	-3.144,1	-927,9	-70,8	1.644,3	2.127,7	2.700,1	2.936,9
Reinvestment Rate	-36,5%	-87,7%	1695,6%	-105,2%	-31,0%	15,3%	0,0%
FCFF	-4.293,1	-1.741,9	1.129,2	3.374,3	2.786,3	2.285,9	38.643,3
WACC	8,60%	8,52%	8,51%	8,60%	8,60%	8,60%	8,60%
Kumuliertes WACC		108,52%	117,75%	127,88%	138,87%	150,82%	163,79%
Barwerte der FCFF		-1.605,2	959,0	2.638,7	2.006,3	1.515,7	23.593,7
Summe Barwerte FCFF	5.514,6						
Barwert Terminal Value	23.593,7						
in % des Unternehmenswertes	81,1%						
Wert des Unternehmens	29.108,3						
Netto-Finanzschulden	-2.431,0						
Wert des Eigenkapitals	31.539,3						
Wert pro Aktie	1,65						

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

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

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

1. Haftungserklärung

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

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

2. Pflichtangaben

a) Erstmalige Veröffentlichung: **24.04.2019, 11:45 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: **quartalsweise**

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

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

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

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

3. Disclosures

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten

Veröffentlichungsdatum	Kurs	Votum	Kursziel
06.06.18	1,09	Kaufen	1,57
16.08.18	1,10	Kaufen	1,57
05.12.18	1,05	Kaufen	1,41

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus:

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.18 - 31.03.19)	in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	46 100,0%	35	76,1%
Halten	0 0,0%	0	0,0%
Verkaufen	0 0,0%	0	0,0%
Insgesamt	46 100,0%	35	76,1%

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

- waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- sind im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.

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

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

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH

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

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-Analyst, Nico Löhnner Junior-Analyst

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

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

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

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

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

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

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

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

7. Wesentliche Informationsquellen

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

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

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

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

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

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

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