

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

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

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

Bastei Lübbe AG

9M'2019/20 durch Wertminderungen bei der Spieletochter *Daedalic* geprägt – Kerngeschäft mit guter Entwicklung

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	4,60 € (5,50 €)
Kurs (14.02.2020)	2,30 €
ISIN	DE000A1X3YY0
Marktkapitalisierung (Mio. €)	30,6
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	13,3
Marktsegment	Prime Standard
Homepage:	www.luebbe.de

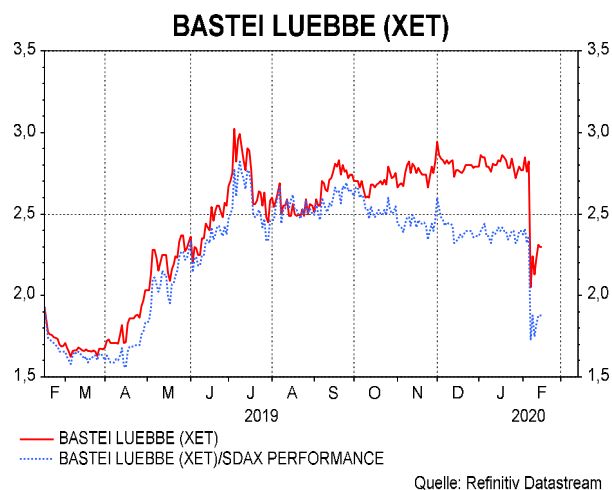
Kennzahlen und Prognosen

Gj.-Ende: 31.03.

	18/19	19/20e*	20/21e	21/22e
Umsatz (Mio. €)	94,9	86,0	89,4	92,1
EBIT (Mio. €)	2,7	-8,6	4,9	5,5
EBIT-Marge	2,8%	-10,0%	5,5%	6,0%
EBITDA (Mio. €)	7,6	9,9	9,4	9,9
EBITDA-Marge	8,0%	11,5%	10,5%	10,8%
Ergebnis je Aktie (€)	0,05	-0,46	0,17	0,20
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,05	0,07
Buchwert je Aktie (€)	2,71	2,26	2,42	2,57
KGV	33,3	neg.	13,9	11,7
Kurs/Buchwert	0,6	1,0	1,0	0,9
EV/EBIT	16,4	neg.	8,4	7,0
EV/EBITDA	5,8	4,5	4,4	3,9
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,5	0,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	2,2%	3,0%

 *inkl. 13,0 Mio. € Wertminderungen auf *Daedalic*

17.02.2020



Bastei Lübbe (BL) berichtete 9M-Zahlen 2019/20. Wie bereits am 6. Februar gemeldet, wurden im Q3 hohe Wertminderungen auf die nicht zum Kerngeschäft gehörende Gaming-Tochter *Daedalic* (BL-Anteil 51%) vorgenommen. Die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte beliefen sich auf 13,0 Mio. € (8,1 Mio. € aktivierte Spieleentwicklungskosten, 4,9 Mio. € Firmenwert). Damit reagiert BL auf die hinter den Erwartungen liegenden Ergebnissen der Spieletochter (3 Flops in Folge). Das Kerngeschäft verläuft hingegen nach Plan. Der Konzernumsatz von BL lag nach 9 Monaten mit 70,6 Mio. € erwartungsgemäß unter Vorjahr (73,5 Mio. €). Bereinigt um die außerordentliche Abschreibung hat sich das EBIT auf 4,8 Mio. € (Vj. 2,1 Mio. €) mehr als verdoppelt. Das entspricht einer guten EBIT-Marge von 6,9% (Vj. 2,8%). Das ausgewiesene EBIT belief sich indes auf -8,2 Mio. €. Entsprechend wurde die EBIT-Prognose 2019/20 auf -10,5 bis -6,7 Mio. € (zuvor 3,5 - 5,3 Mio. €) angepasst. Mit der *Daedalic*-Abschreibung erleidet BL einen erneuten Rückschlag, der die gute Entwicklung im Kerngeschäft überschattet. Wir senken unser Kursziel auf 4,60 € je Aktie (zuvor: 5,50 €) und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

In den nächsten Wochen soll bei *Daedalic* eine Entscheidung getroffen werden. Neben einem (Teil-)Verkauf werden als Optionen die **Restrukturierung** oder die **Neuausrichtung** des Geschäftsmodells genannt. Bilanzuell wurde *Daedalic* im Konzern bereinigt. Im Fall einer Restrukturierung könnten allerdings weitere Aufwendungen die GuV von BL belasten.

Erfreulicher Schuldenabbau: Die **Nettoverschuldung** konnte weiter deutlich auf 6,2 Mio. € (H1'2019/20: 13,5 Mio. €) reduziert werden (u.a. auch mit Factoring). Zum Gj.-Ende (31.03.) rechnet BL aufgrund von üblichen Autorenzahlungen im März mit einem Anstieg auf 10 Mio. € (zuvor: 15 Mio. €).

BL hat nach dem Berichtszeitraum den Anteil an **Community Editions** von 30% auf 40% erhöht. Bei *Community Editions* handelt es sich um einen der am schnellsten wachsenden Verlage mit Schwerpunkt Social Media. Die übrigen Anteile hält der Kölner Verlag *Vemag* (60%).

Neues Vorstandsteam komplett: Ab Herbst/Ende 2020 wird der aktuelle Vorstand durch drei branchenerfahrene Manager ersetzt. Zukünftiger **CFO** und **Vorstandssprecher** wird **Joachim Herbst** (53), aktuell kaufm. GF Cornelsen Schulverlage und Franz Cornelsen Bildungsholding. Neuer **Vorstand Programm** wird **Simon Decot** (49), der bereits seit 2015 bei Lübbe tätig ist (zuletzt Leiter Programmstrategie). **Sandra Dittert** (50) übernimmt den neuen **Vorstandsposten Marketing und Vertrieb**. Sandra Dittert ist seit 2017 GF bei der Haufe Gruppe und war zuvor 18 Jahre für Holtzbrinck tätig.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 10.

Gaming-Tochter *Daedalic*: Hohe Wertminderungen über 13,0 Mio. € – Zukunft ungewiss

Bastei Lübbe hat im Q3'2019/20 auf die Spieletochter *Daedalic* (Bastei Lübbe-Anteil: 51%) **Wertminderungen** über insgesamt **13,0 Mio. €** vorgenommen. Dabei entfielen **4,9 Mio. €** auf den **Firmenwert**, der damit komplett abgeschrieben wurde. Weitere **8,1 Mio. €** wurden auf bilanzierte Computer- und Videospiele **abgeschrieben**. Damit reagiert Bastei Lübbe auf enttäuschende Absatzzahlen der mit hohen Investitionsausgaben entwickelten Spiele. Alle 3 großen Eigenproduktionen in Folge erweisen sich als kommerzieller Flop. Insbesondere das im Q3 am Markt eingeführte „*Year of Rain*“ scheiterte auf voller Linie (Weiterentwicklung eingestellt) und trübt den Ausblick auf die kommenden Quartale. Daraus hat das Management von Bastei Lübbe jetzt Konsequenzen gezogen. Man sei nicht mehr bereit, das Geschäftsmodell von *Daedalic*, das bisher durch hohe Entwicklungsrisiken geprägt war, in dieser Form weiterzuführen. Entsprechend werden aktuell **mehrere Optionen** vom Vorstand geprüft. Neben einem **Verkauf** (dessen Prozess im vergangenen Jahr erfolglos abgebrochen wurde) werden die **Restrukturierung** und eine **Neuausrichtung des Geschäftsmodells** diskutiert. Dies muss vertraglich bedingt Hand in Hand mit den beiden Gründern und Mitgesellschaftern von *Daedalic* geschehen. *Daedalic* verfügt mit dem Publishing (rd. 50% des Umsatzes) über ein erfolgreiches Geschäftsmodell mit guten Margen und geringeren Risiken. In den vergangenen Jahren ist es dem Management regelmäßig gelungen, kleinere Entwicklungsstudios zu fördern und die Spiele kommerziell erfolgreich zu vermarkten. Eine Option könnte sein, diesen Bereich weiter zu verstärken. Dies hätte allerdings einen Stellenabbau bei den eigenen Entwicklungskapazitäten zur Folge. Alternativ könnte *Daedalic* bei größeren eigenen Spieleentwicklungen zukünftig auch auf die Beteiligung von externen Finanzierungspartnern setzen. Dies war vor dem Einstieg von Bastei Lübbe ein übliches Vorgehen. Insbesondere bei der aktuellen Entwicklung der international gefragten AAA-Lizenz „*Herr der Ringe*“ würde sich dies anbieten. *Daedalic* alleine dürfte die Entwicklungskosten von geschätzten mehr als 4 Mio. € (Vermarktung frühestens Ende 2021) nicht aufbringen können. Der Bankkredit der Hausbank über 8 Mio. € ist nahezu ausgereizt und Bastei Lübbe hat Finanzierungen für *Daedalic* schon seit längerer Zeit ausgeschlossen.

Mit einer **Richtungsentscheidung** ist u.E. kurzfristig zu rechnen. Unabhängig wie diese ausfallen wird, rechnen wir nur noch mit begrenzten Risiken für den Bastei Lübbe-Konzern. Nach der großen Wertminderung ist der Buchwert der Beteiligung abgeschrieben. Allerdings könnten Belastungen auf den Konzern zukommen, falls *Daedalic* als vollkonsolidierte Tochter ein Restrukturierungsprogramm (insb. Personalabbau) aufsetzt. Entsprechende Aufwendungen für Rückstellungen würden auch durch die GuV von Bastei Lübbe gehen. Einen etwaigen Betrag schätzen wir aber auf nicht mehr als 1 Mio. €. Angesichts des gestiegenen Handlungsdrucks halten wir einen schnellen (Teil-)**Verkauf** der Beteiligung für die wahrscheinlichste Option.

9M'2019/20: Hohe Abschreibungen auf Games-Tochter Daedalic drücken Ergebniskennzahlen

Bastei Lübbe erwirtschaftete in den ersten 9 Monaten 2019/20 **Umsatzerlöse** von **70,6 Mio. €** (Vj. 73,5 Mio. €). Der Umsatzrückgang von 3,9% war im Rahmen der Erwartungen.

Der **Materialaufwand** lag mit 34,6 Mio. € leicht unter dem Vorjahresniveau (35,1 Mio. €). Die **Materialaufwandsquote** stieg von 47,8% auf **49,0%**. Grund für den Anstieg waren höhere Abschreibungen und Wertminderungen auf vorausgezahlte Autorenhonorare.

Der **Personalaufwand** sank von 15,5 Mio. € im Vorjahr auf **13,8 Mio. €**. Der Rückgang ist das Ergebnis des Effizienzprogramms. In den Vorjahreszahlen waren allerdings 1,0 Mio. € außerordentliche Aufwendungen für Personalmaßnahmen enthalten. Bei Bereinigung der Einmalaufwendungen sanken die Personalkosten um 0,7 Mio. € oder 5%. Die niedrigeren Personalkosten resultieren aus einer schlankeren Unternehmensstruktur.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** sanken von 15,8 Mio. € im Vorjahr auf **14,2 Mio. €**. Darin enthalten war ein positiver Effekt aus der Erstanwendung von IFRS 16 ab dem 1. April 2019 auf die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 1,1 Mio. €. Zudem fielen die Werbe-, Rechts- und Beratungskosten niedriger aus als im Vorjahr.

Durch die **Wertminderungen** auf **Daedalic** (13,0 Mio. €) und die Erstanwendung von IFRS 16 (1,1 Mio. €) stiegen die **Abschreibungen** signifikant von 3,9 Mio. € auf **17,1 Mio. €**.

Aufgrund der Sondereffekte sank das **EBIT** auf **-8,2 Mio. €** (Vj. +2,1 Mio. €). Die **EBIT-Marge** betrug **-11,5%** nach 2,8% im Vorjahr. Bei **Bereinigung der Wertminderung** hat sich das **EBIT** auf **4,8 Mio. €** mehr als verdoppelt. Die **bereinigte EBIT-Marge** beläuft sich auf **6,9%**.

Das Ergebnis aus at Equity bilanzierten Beteiligungen lag bei 0,2 Mio. € (Vj. 0 €). Es enthält den Gewinn der zum 01.04.2019 bilanzierten Beteiligung *CE Community Editions GmbH*.

Das Finanzergebnis lag bei -1,2 Mio. € (Vj. -1,0 Mio. €).

Als **Ergebnis vor Steuern (EBT)** wurden **-9,1 Mio. €** (Vj. 1,1 Mio. €) ausgewiesen.

Da der große Verlust der 51%-Beteiligung *Daedalic* knapp zur Hälfte vom Minderheitsgesellschafter getragen wird, fiel das **Konzernperiodenergebnis** für die **Bastei Lübbe-Aktionäre** mit **-6,4 Mio. €** (Vj. 0,1 Mio. €) besser aus als die obigen Ergebniskennzahlen. **Je Aktie** entsprach dies **-0,48 €** nach 0,01 € im Vorjahreszeitraum.

Segmente: Positive Entwicklung in den Kernbereichen „Buch“ und „Romanhefte“ – „Games“ durch hohe Wertminderungen belastet

Der größte Unternehmensbereich „**Buch**“ verzeichnete in den ersten 9 Monaten 2019/20 einen Umsatzrückgang von 4,9% auf 56,2 Mio. € (Vj. 59,1 Mio. €). Der Rückgang lag im Rahmen der Erwartungen. Die nach der Restrukturierungsphase wieder verstärkten Investitionen in Autoren dürften erst ab dem Frühjahrsprogramm 2020 wieder zu Wachstum führen. Das **EBIT** im Segment verbesserte sich von 1,5 Mio. € im Vorjahr auf **2,3 Mio. €**. Die **EBIT-Marge** stieg auf **4,1%** (Vj. 2,5%). Bastei Lübbe profitiert im Kerngeschäft von den Resultaten aus dem Effizienzprogramm (v.a. niedrigere Personalkosten).

Im Segment „**Romanhefte**“ erzielte Bastei Lübbe Umsatzerlöse von **6,0 Mio. €** (Vj. 7,7 Mio. €). Allerdings war im Vorjahresumsatz noch die veräußerte Rätselsparte mit einem Beitrag von 1,5 Mio. € enthalten. Erfreulich entwickelte sich das EBIT mit einem Zuwachs auf 1,3 Mio. € (Vj. 0,8 Mio. €). Auch nach Abzug des Veräußerungsgewinns von 0,3 Mio. € legte das EBIT um 0,2 Mio. € auf 1,0 Mio. € zu. Das entspricht einer sehr guten **EBIT-Marge** von **16,7%** (Vj. 10,4%). Bastei Lübbe ist es gelungen, die Effizienz in dem Bereich durch kostenoptimierte Druckkosten weiter zu steigern.

Der **Umsatz** im Segment „**Games**“ (*Daedalic*) lag mit **8,5 Mio. €** über Vorjahr (6,7 Mio. €). Das **EBIT** hat sich durch die hohen Wertminderungen von 13,0 Mio. € auf **-11,8 Mio. €** (Vj. -0,2 Mio. €) deutlich verringert. Ohne die außerordentlichen Abschreibungen lag das EBIT bei 1,2 Mio. €, was einer **EBIT-Marge** von **14,1%** entspricht.

Ausblick Geschäftsjahr 2019/20: Prognose für Umsatz bestätigt – Anpassung der EBIT-Guidance aufgrund der Wertminderung bei *Daedalic*

Das Management hat mit den 9M-Zahlen 2019/20 die Guidance für das Gesamtjahr beim Umsatz bestätigt. Für den **Konzernumsatz** prognostiziert Bastei Lübbe unverändert einen Rückgang um rd. 9% auf **85 - 87 Mio. €** (Vj. 94,9 Mio. €).

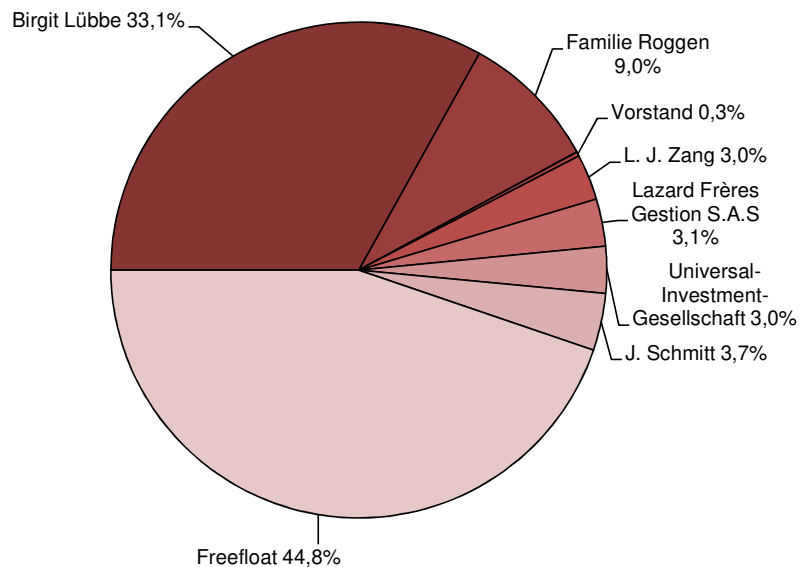
Aufgrund der hohen Wertminderung auf *Daedalic* wurde die Prognose für das **Konzern-EBIT** deutlich gesenkt. Bisher war ein EBIT-Anstieg auf ein Niveau von 3,5 - 5,3 Mio. € (Vj. 2,7 Mio. €) geplant. Jetzt rechnet das Management mit einem EBIT von **-10,5 Mio. € bis -6,7 Mio. €**.

Die Prognose für die **Nettoverschuldung** zum Geschäftsjahresende 2019/20 wurde abermals auf ca. **10 Mio. €** reduziert (zuvor: ca. 15 Mio. €).

Mittelfristiges Ziel des Konzerns ist ein **Umsatzanstieg** auf **100 Mio. €**. Das impliziert auch **anorganisches Wachstum**. Für die **EBIT-Marge** wird ein nachhaltiges Niveau von **6 - 8%** anvisiert.

Stabile Aktionärsstruktur

Bastei Lübbe: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, Bastei Lübbe AG

Seit unserer letzten Studie gab es keine Veränderungen im Aktionariat der Bastei Lübbe AG.

Birgit Lübbe ist mit einem Stimmrechtsanteil von **33,1%** unverändert die größte Aktionärin von Bastei Lübbe. Weitere Anteile hält die **Familie Roggen (9,0%)**, dem Familienzweig von Stefan Lübbes (†) Schwester Cornelia. **3,0%** besitzt die Tochter von Stefan Lübbe, **L. J. Zang**.

Beteiligt sind zudem J. Schmitt (3,7%), Lazard Frères (3,1%) und Universal-Investment-Gesellschaft (3,0%). Der Vorstand hält 0,3% am Unternehmen. Der **Streubesitz** beträgt **44,8%**.

Seit dem Börsengang im Oktober 2013 (IPO-Preis 7,50 €) sind die Bastei Lübbe-Aktien im Prime Standard der Frankfurter Börse notiert. Das tägliche Handelsvolumen liegt bei rd. 10 Tsd. Aktien (6-Monats-Durchschnitt).

Bewertung

DCF-Modell

Wir haben unser DCF-Modell aktualisiert. Aufgrund der schwächeren Entwicklung bei *Daedalic* senken wir die Umsatzerwartungen in den kommenden Jahren leicht. Wir gehen jetzt von jährlichen Umsatzsteigerungen im Bereich von ca. 3% (alt: 4%) aus. Die Spanne der EBIT-Marge senken wir auf 5,5% bis 6,5% von zuvor 6% bis 7%. Im TV senken wir die EBIT-Marge ebenfalls leicht auf 6,5% (alt: 7,0%). Die Unsicherheit bezüglich der weiteren Entwicklung bei *Daedalic* berücksichtigen wir in der Detailplanung mit einem höheren Beta von 1,5 (alt: 1,2). Als Ergebnis berechnen wir für die Bastei Lübbe-Aktie einen neuen fairen Wert von **4,60 €** (zuvor: 5,52 €).

Fazit

Bastei Lübbe muss mit den **Wertminderungen** auf *Daedalic* einen weiteren **Rückschlag** hinnehmen. In den nächsten Wochen fällt die Entscheidung, wie es mit der Spieletochter weitergeht. Wir halten einen (Teil-)**Verkauf** der Beteiligung für die wahrscheinlichste Variante. Im Kerngeschäft hingegen ist das Fundament für eine nachhaltig positive Unternehmensentwicklung gelegt. Die Neuaufstellung im Vorstand mit ausgewiesener Branchenexpertise verspricht weitere positive Impulse im Buchgeschäft. Wir sind unverändert davon überzeugt, dass Bastei Lübbe in den nächsten Jahren profitabel wachsen wird.

Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Bastei Lübbe-Aktie. Das Kursziel passen wir auf 4,60 € an (zuvor: 5,50 €).

Finanzkalender

14.07.2020:	Bilanzpressekonferenz
13.08.2020:	Quartalsmitteilung (Q1)
15.09.2020:	Hauptversammlung
12.11.2020:	Halbjahresfinanzbericht zum 30.09.2020 (H1)
11.02.2021:	Quartalsmitteilung (Q3)

Bastei Lübbe: GuV (in Tsd. €)

	2018/19		2019/20e		2020/21e		2021/22e	
Umsatz	94.922	-32,3%	86.000	-9,4%	89.440	4,0%	92.123	3,0%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	-3.215	-72,4%	-1.000	68,9%	-1.000	0,0%	1.000	200,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	2.741	-11,5%	2.500	-8,8%	2.113	-15,5%	2.113	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	1.123	-74,5%	954	-15,0%	1.017	6,6%	1.147	12,8%
Materialaufwand	47.118	-43,7%	42.500	-9,8%	44.200	4,0%	45.526	3,0%
Rohergebnis nach GKV	48.453	-22,0%	45.954	-5,2%	47.370	3,1%	50.858	7,4%
Personalaufwand	20.125	-29,5%	18.400	-8,6%	19.136	4,0%	19.710	3,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	4.895	-72,8%	18.500	277,9%	4.500	-75,7%	4.400	-2,2%
sonstige betriebliche Aufwendungen	20.777	-37,9%	17.654	-15,0%	18.815	6,6%	21.220	12,8%
EBITDA	7.551	8290,0%	9.900	31,1%	9.419	-4,9%	9.927	5,4%
EBITDA-Marge	7,95%	7,9 pp	11,51%	3,6 pp	10,53%	-1,0 pp	10,78%	0,2 pp
EBIT	2.656	114,8%	-8.600	-423,8%	4.919	157,2%	5.527	12,4%
EBIT-Marge	2,80%	15,6 pp	-10,00%	-12,8 pp	5,50%	15,5 pp	6,00%	0,5 pp
Erträge aus Beteiligungen	50	-87,4%	50	0,0%	50	0,0%	50	0,0%
Zinserträge	384	48,8%	200	-47,9%	200	0,0%	200	0,0%
Zinsaufwand	1.557	-21,3%	1.500	-3,7%	1.300	-13,3%	1.200	-7,7%
Finanzergebnis	-1.123	40,1%	-1.250	-11,3%	-1.050	16,0%	-950	-9,5%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	1.533	107,8%	-9.850	-742,5%	3.869	139,3%	4.577	18,3%
EBT-Marge	1,62%	15,7 pp	-11,45%	-13,1 pp	4,33%	15,8 pp	4,97%	0,6 pp
Steuern	679	119,3%	-690	-201,5%	1.161	268,3%	1.373	18,3%
Steuerquote	44,29%	26,5 pp	7,00%	-37,3 pp	30,00%	23,0 pp	30,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	854	105,3%	-9.161	-1172,7%	2.708	129,6%	3.204	18,3%
Anteile Dritter	187	105,3%	-3.100	-1757,8%	500	116,1%	592	18,3%
Konzernjahresüberschuss	667	105,2%	-6.061	-1008,6%	2.208	136,4%	2.613	18,3%
Anzahl Aktien (Mio.)	13,30	0,0%	13,30	0,0%	13,30	0,0%	13,30	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,05	105,2%	-0,46	-1008,6%	0,17	136,4%	0,20	18,3%

Quelle: Solventis Research, Bastei Lübbe AG

Bastei Lübbe: Bilanz (in Tsd. €)

	2018/19	yoy	2019/20e	yoy	2020/21e	yoy	2021/22e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	3.356	270,0%	8.000	138,4%	8.800	10,0%	9.200	4,5%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	12.487	-33,7%	14.000	12,1%	13.500	-3,6%	13.600	0,7%
Vorräte	15.509	-16,1%	13.500	-13,0%	13.600	0,7%	13.701	0,7%
Finanzielle Vw	1.098	-25,4%	1.098	0,0%	1.098	0,0%	1.098	0,0%
Sonstige F und Vw	1.847	89,6%	1.847	0,0%	2.000	8,3%	1.847	-7,7%
Steuerforderungen	307	-65,7%	307	0,0%	307	0,0%	307	0,0%
Summe Umlaufvermögen	34.604	-16,8%	38.752	12,0%	39.305	1,4%	39.753	1,1%
Sachanlagen	1.573	-19,6%	9.000	472,2%	8.900	-1,1%	8.700	-2,2%
Immaterielle Vermögenswerte	19.934	-5,8%	6.000	-69,9%	6.500	8,3%	6.700	3,1%
Bestand vorausgezahlter Autorenhonorare	20.455	-26,3%	16.000	-21,8%	15.800	-1,3%	15.500	-1,9%
Finanzielle Vw	4.603	28,6%	2.500	-45,7%	2.000	-20,0%	2.050	2,5%
Latente Steuern	4.053	-10,6%	3.000	-26,0%	3.054	1,8%	3.050	-0,1%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	672	-25,2%	941	40,0%	1.100	16,9%	1.150	4,5%
Summe Anlagevermögen	51.290	-14,4%	37.441	-27,0%	37.354	-0,2%	37.150	-0,5%
Summe Aktiva	85.894	-15,4%	76.193	-11,3%	76.659	0,6%	76.903	0,3%
Vermögen nicht fortgeführte Aktivitäten	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Bilanzsumme	85.894	-15,4%	76.193	-11,3%	76.659	0,6%	76.903	0,3%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	13.200	0,0%	13.200	0,0%	13.200	0,0%	13.200	0,0%
Kapitalrücklage	26.804	0,0%	26.804	0,0%	26.804	0,0%	26.804	0,0%
Gewinnrücklagen	-7.245	-18,3%	-13.306	-83,7%	-11.762	11,6%	-10.080	14,3%
Kumuliertes übriges comprehensive income	1.980	n.m.	1.980	0,0%	2.645	33,6%	2.911	10,1%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	34.739	11,6%	28.679	-17,4%	30.887	7,7%	32.835	6,3%
Anteile in Fremdbesitz	1.363	13,4%	1.363	0,0%	1.363	0,0%	1.363	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	36.102	11,6%	30.042	-16,8%	32.250	7,4%	34.198	6,0%
Langfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	84	0,0%	76	-9,4%	79	4,0%	82	3,0%
Finanzverbindlichkeiten	0	-100,0%	10.000	n.m.	8.000	-20,0%	6.000	-25,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	1.200	2,1%	1.087	-9,4%	1.131	4,0%	1.165	3,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	577	-44,0%	523	-9,4%	544	4,0%	560	3,0%
Summe langfristige Schulden	1.861	-74,9%	11.686	527,9%	9.754	-16,5%	7.806	-20,0%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	7.297	0,9%	6.611	-9,4%	6.876	4,0%	7.082	3,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	14.153	-26,7%	14.000	-1,1%	14.560	4,0%	14.997	3,0%
Finanzverbindlichkeiten	24.684	-25,4%	12.226	-50,5%	11.527	-5,7%	11.076	-3,9%
Steuerverbindlichkeiten	4	-33,3%	4	-9,4%	4	4,0%	4	3,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	1.793	-12,3%	1.624	-9,4%	1.689	4,0%	1.740	3,0%
Summe Kurzfristige Schulden	47.931	-22,3%	34.466	-28,1%	34.656	0,6%	34.899	0,7%
Summe Passiva	85.894	-15,3%	76.193	-11,3%	76.659	0,6%	76.903	0,3%
Schulden nicht fortgeführte Aktivitäten	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Bilanzsumme	85.894	-15,4%	76.193	-11,3%	76.659	0,6%	76.903	0,3%

Quelle: Solventis Research, Bastei Lübbe AG

Bastei Lübbe: DCF-Modell

(in Tsd. EUR)	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	Terminal Value
Umsatz	94.922,0	86.000,0	89.440,0	92.123,2	94.886,9	97.733,5	100.665,5	
Veränderung in %	-32,3%	-9,4%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
EBITDA	7.551,0	9.900,0	9.419,2	9.927,4	10.167,6	10.352,7	10.543,3	
EBITDA-Marge	8,0%	11,5%	10,5%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%	
EBIT	2.656,0	-8.600,0	4.919,2	5.527,4	6.167,6	6.352,7	6.543,3	
EBIT-Marge	2,8%	-10,0%	5,5%	6,0%	6,5%	6,5%	6,5%	
NOPLAT	1.479,6	-7.998,0	3.443,4	3.869,2	4.317,4	4.446,9	4.580,3	4.641,0
Reinvestment Rate	-372,4%	184,9%	-12,7%	-11,9%	-1,1%	-0,8%	-0,5%	9,0%
FCFF	6.989,6	6.793,7	3.881,4	4.330,8	4.365,8	4.481,8	4.601,2	83.640,4
WACC	6,48%	6,98%	6,90%	7,21%	7,50%	7,74%	7,98%	6,05%
Kummuliertes WACC		106,98%	114,36%	122,61%	131,80%	142,00%	153,33%	162,61%
Barwerte der FCFF		6.350,7	3.393,9	3.532,3	3.312,5	3.156,3	3.000,8	51.437,4
Summe Barwerte FCFF	22.746,5							
Barwert Terminal Value	51.437,4							
in % des Unternehmenswertes	69,3%							
Wert des Unternehmens	74.183,8							
Netto-Finanzschulden	10.000,0							
Wert Verlustvortrag	0,0							
Minderheiten	3.000,0							
Beteiligungen	0,0							
Wert des Eigenkapitals	61.183,8							
Wert pro Aktie	4,60							

Quelle: Solventis Research

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures)

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 Einschätzungen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Analyse dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Analyse können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien des Emittenten zu erwerben. Diese Analyse 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. Eine Analyse-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und / oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

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

2. Pflichtangaben

a) Abschluss der Erstellung: **17.02.2020, 16:45 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **17.02.2020, 17:00 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 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 nicht zugänglich gemacht worden.

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

g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

3. Disclosures

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

Veröffentlichungsdatum	Ersteller	Einschätzung	Kursziel	Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum	Dauer der Gültigkeit
18.02.19	U. van Lengerich	Kaufen	5,50 €	1,86 €	12 Monate
11.04.19	U. van Lengerich	Kaufen	5,50 €	1,71 €	12 Monate
22.07.19	U. van Lengerich	Kaufen	5,50 €	2,56 €	12 Monate
16.08.19	U. van Lengerich	Kaufen	5,50 €	2,49 €	12 Monate
28.11.19	U. van Lengerich	Kaufen	5,50 €	2,79 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.01.19 - 31.12.19)			Auftrags-research	
		in %		in %
Kaufen	43	86,0%	32	64,0%
Halten	6	12,0%	6	12,0%
Verkaufen	1	2,0%	1	2,0%
Insgesamt	50	100,0%	39	78,0%

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person (noch deren mit ihr eng verbundenen Personen), noch eine zu der Analyse vor Weitergabe Zugang habende oder haben könnende (sofern bei/von genanntem Unternehmen beschäftigte/beauftragte) Person

- sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
- waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
- waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
- haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitt A und B der Richtlinie 2014/65/EU getroffen, die innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gültig war oder in diesem Zeitraum eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung gegeben war.

Die Solventis Beteiligungen GmbH

1. ist im Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
2. hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Analyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Analyse getroffen.

Sonstige Beziehungen und Umstände, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Analyse beeinträchtigen, sind für die Solventis Beteiligungen GmbH betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

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

b) Ersteller

Ulf van Lengerich, Senior-Analyst

5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH / zugrunde gelegte Annahmen

- 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.

Unabhängig von der vorgenommenen Einschätzung bestehen nach der Empfindlichkeitsanalyse deutliche Risiken aufgrund einer Änderung der zugrunde gelegten Annahmen. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

6. Wesentliche Informationsquellen

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

7. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen und Methoden

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 die veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten der unterstellten Entwicklung zugrunde gelegt wird.

8. 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 und Personen, die zur Analyse vor Weitergabe Zugang haben oder haben können, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften von § 85 WphG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis Beteiligungen GmbH oder verbundener Unternehmen gebunden.

9. Adressaten

Analysen der Solventis Beteiligungen GmbH richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der Solventis Beteiligungen GmbH ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können. Analysen werden für die Weitergabe an die vorgeannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

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