

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

### H1 2019/20 mit planmäßigem Verlauf – guter Start ins wichtige Weihnachtsquartal

#### Kaufen (Kaufen)

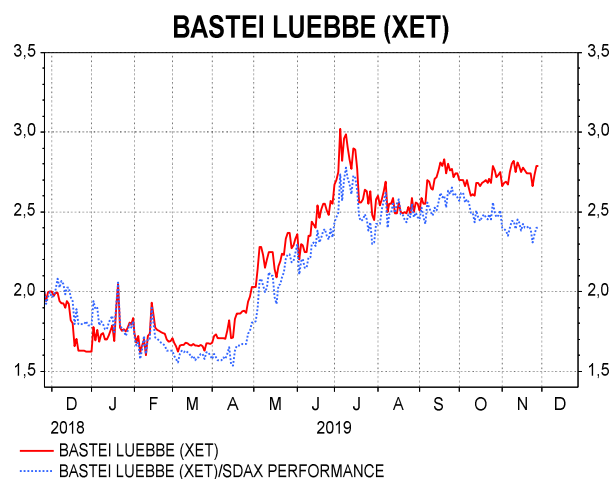
Kursziel	5,50 € (5,50 €)
Kurs (27.11.2019)	2,79 €
ISIN	DE000A1X3YY0
Marktkapitalisierung (Mio. €)	37,1
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	13,3
Marktsegment	Prime Standard
Homepage:	www.luebbe.de

#### Kennzahlen und Prognosen

Gj.-Ende: 31.03.

	18/19	19/20e	20/21e	21/22e
Umsatz (Mio. €)	94,9	86,0	92,0	96,6
EBIT (Mio. €)	2,7	5,2	6,4	6,8
EBIT-Marge	2,8%	6,0%	7,0%	7,0%
EBITDA (Mio. €)	7,6	9,8	10,9	11,2
EBITDA-Marge	8,0%	11,3%	11,9%	11,6%
Ergebnis je Aktie (€)	0,05	0,18	0,24	0,27
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,05	0,10
Buchwert je Aktie (€)	2,71	2,89	3,13	3,35
KGV	33,3	15,8	11,6	10,5
Kurs/Buchwert	0,6	1,0	0,9	0,8
EV/EBIT	16,4	10,8	8,1	7,2
EV/EBITDA	5,8	5,7	4,8	4,4
EV/Umsatz	0,5	0,7	0,6	0,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	1,8%	3,6%

28.11.2019



**Bastei Lübbe (BL) ist nach 6 Monaten planmäßig unterwegs. Die Umsatzerlöse lagen mit 43,2 Mio. € programmbedingt um 8,9% unter Vorjahr (47,4 Mio. €). Das EBIT verbesserte sich hingegen auf 2,4 Mio. € (Vj. -0,2 Mio. €). Das entspricht einer soliden EBIT-Marge von 5,7% (Vj. -0,4%). Aufgrund des guten Verlaufs wurde die Prognose für das Gj. 2019/20 (Umsatz 85 - 87 Mio. €, EBIT von 3,5 - 5,3 Mio. €) bestätigt. Nach Aussagen des Managements ist BL gut in das wichtige Weihnachtsquartal gestartet. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung für die BL-Aktie mit Kursziel 5,50 €.**

Die Umsätze im größten Segment „**Buch**“ gingen um 8,8% auf 34,2 Mio. € (Vj. 37,5 Mio. €) zurück. Ein Rückgang in dieser Größenordnung war aufgrund der schwächeren Belletristik erwartet worden. Das EBIT verbesserte sich hingegen deutlich auf 0,8 Mio. € (Vj. 0,1 Mio. €). Das entsprach einer EBIT-Marge von 2,3% (Vj. 0,3%).

Im stabilen und margenstarken Segment „**Romanhefte**“ erzielte BL Umsatzerlöse von 4,1 Mio. € (Vj. 5,1 Mio. €). Der Rückgang resultiert aus dem Verkauf der Rätselsparte (0,9 Mio. € Umsatzbeitrag im Vorjahr). Das EBIT lag bei 1,0 Mio. € (Vj. 0,4 Mio. €) und war positiv durch einen Verkaufsgewinn von 0,4 Mio. beeinflusst. Bereinigt um diesen Effekt lag die EBIT-Marge bei 14,6% (Vj. 7,8%).

Der Bereich „**Games**“ verzeichnete mit 4,8 Mio. € Umsätze auf Vorjahresniveau. Das EBIT stieg deutlich auf 0,7 Mio. € (Vj. -0,7 Mio. €). Die EBIT-Marge erreichte ein gutes Niveau von 14,6% (Vj. neg.).

Die **Nettoverschuldung** konnte weiter auf 13,5 Mio. € (Q1'2019/20: 15,2 Mio. €, 2018/19: 17,8 Mio. €) gesenkt werden. Damit kommt BL beim Schuldenabbau (auch mit Hilfe von Factoring) schneller voran als geplant. Zum Gj-Ende (31.03.2020) rechnet BL nun mit einer Nettoverschuldung von rd. 15 Mio. € statt zuvor rd. 18 Mio. €.

Der Bundestag hat die **ermäßigte Umsatzsteuer** (7% statt 19%) für E-Books und E-Paper beschlossen. Damit werden digitale und gedruckte Verlagserzeugnisse steuerlich gleichgestellt. Der Bundesrat muss dem Gesetz zustimmen. Dies wird noch in 2019 erwartet. BL ist führend bei der Digitalquote und wird hiervon profitieren.

Nach eigenen Angaben ist BL erfolgreich in das wichtige **Weihnachtsquartal** gestartet. Mit „*Greg's Tagebuch 14*“ hat BL Anfang November einen Titel mit Blockbuster-Garantie veröffentlicht. Mehrere Neuerscheinungen starteten oben auf den Bestseller-Listen. Beispiele sind im Sachbuchbereich „*Der größte Crash aller Zeiten*“ und bei den Kinderbüchern „*Petronella Apfelmus*“.

### **H1'2019/20: Planmäßiger Verlauf**

Bastei Lübbe erzielte im ersten Halbjahr 2019/20 **Umsatzerlöse** von **43,2 Mio. €** (Vj. 47,4 Mio. €). Das entspricht einem Umsatzrückgang von 8,9%. Damit lag die Umsatzentwicklung im Rahmen der Erwartungen. Für das Gesamtjahr rechnet das Management programmbedingt mit einem Umsatzrückgang von ca. 9%.

Der Materialaufwand als größter Kostenblock fiel mit 19,6 Mio. € um 14% niedriger aus als im Vorjahr (22,8 Mio. €). Gründe waren die niedrigere Umsatzbasis und Optimierungen bei den Auflagen und den Druckkosten.

Ebenfalls überproportional sank der Personalaufwand, der mit rd. 16% auf 9,2 Mio. € (Vj. 10,9 Mio. €) rückläufig war. In den Vorjahreszahlen waren allerdings 1,2 Mio. € außerordentliche Aufwendungen für Personalmaßnahmen enthalten. Bei Bereinigung der Einmalaufwendungen sanken die Personalkosten um 0,5 Mio. € oder 5%. Die niedrigeren Personalkosten sind das Ergebnis einer schlankeren Struktur.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen reduzierten sich von 11,1 Mio. € im Vorjahr auf 9,4 Mio. €. Insbesondere die Werbe-, Rechts- und Beratungskosten fielen niedriger aus als im Vorjahr. Der positive Effekt aus der Erstanwendung von IFRS 16 auf die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lag bei 0,7 Mio. €.

Die Abschreibungen erhöhten sich von 2,7 Mio. € auf 3,0 Mio. €. Grund für den Anstieg war die Anwendung von IFRS 16 (+0,7 Mio. €).

Bastei Lübbe hat alle Kostenpositionen im Vergleich zum Vorjahr senken können. Dies führte trotz des Umsatzrückgangs zu einem deutlichen Anstieg des **EBITDA** auf **5,5 Mio. €** (Vj. 2,5 Mio. €). Das **EBIT** verbesserte sich auf 2,4 Mio. € (Vj. -0,2 Mio. €). Die **EBIT-Marge** betrug **5,7%** (Vj. -0,4%).

Das Ergebnis aus at Equity bilanzierten Beteiligungen lag bei 0,2 Mio. € (Vj. 0 €). Es enthält den Gewinn der erstmals zum 01.04.2019 bilanzierten 30%-Beteiligung *Community Editions GmbH*.

Das Finanzergebnis lag bei -0,8 Mio. € (Vj. -0,5 Mio. €).

Als **Ergebnis vor Steuern (EBT)** wurden **1,9 Mio. €** (Vj. -0,7 Mio. €) ausgewiesen.

Das **Ergebnis nach Steuern** war mit **1,1 Mio. €** (Vj. -0,9 Mio. €) deutlich positiv. Das auf die Bastei Lübbe-**Aktionäre** entfallene Ergebnis belief sich auf **1,0 Mio. €** (Vj. -1,0 Mio. €). Je Aktie entsprach dies **0,07 €** nach -0,08 € im Vorjahreszeitraum.

### Geschäftsentwicklung in den Segmenten

Das mit Abstand größte Segment „**Buch**“ verzeichnete im ersten Halbjahr 2019/20 einen **Umsatzrückgang** von 8,8% auf **34,2 Mio. €** (Vj. 37,5 Mio. €). Hauptgrund war die erwartete Schwäche des Herbstprogramms in der Belletristik. Die positive Entwicklung bei Audio und Kinder- und Jugendbuch konnte den Rückgang nicht kompensieren. Die nach der Konsolidierungsphase wieder verstärkten Investitionen in Autoren werden erst ab dem Frühjahrsprogramm 2020 wieder zu Wachstum führen. Das **EBIT** im Segment verbesserte sich auf **0,8 Mio. €** (Vj. 0,1 Mio. €). Bastei Lübbe profitiert im Kerngeschäft von den Resultaten aus dem Effizienzprogramm (v.a. niedrigere Personalkosten).

Im Segment „**Romanhefte**“ sanken die **Umsatzerlöse** von 5,1 Mio. € auf **4,1 Mio. €**. Allerdings waren im Vorjahreszeitraum noch Umsätze der Rätselsparte in Höhe von 0,9 Mio. € enthalten. Bastei Lübbe hatte sich von der nicht zum Kerngeschäft gehörenden Sparte mit Wirkung zum 31. Mai 2019 getrennt. Das **EBIT** erhöhte sich von 0,4 Mio. € auf **1,0 Mio. €**. Darin enthalten war ein Entkonsolidierungsgewinn aus dem Verkauf der Rätselsparte über 0,4 Mio. €. Aber auch um diesen Effekt bereinigt, erhöhte sich das EBIT um 0,2 Mio. €. Der Bereich der „Romanhefte“ ist ein verlässlicher Ergebnisbringer im Konzern.

Der **Umsatz** im Segment „**Games**“ (Daedalic) lag mit **4,8 Mio. €** auf Vorjahresniveau. Bereinigt um die im Vorjahr verkauften Beteiligungen stieg der Umsatz um 18,8%. Das **EBIT** erhöhte sich deutlich von -0,7 Mio. € im Vorjahreszeitraum auf **+0,7 Mio. €**. Zur positiven Ertragsentwicklung trugen die Umsatzsteigerung, geringere Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte (+0,1 Mio. €) und der Wegfall negativer Ergebnisse veräußerter Digitalbeteiligungen (-0,3 Mio. €) bei.

### Ausblick Geschäftsjahr 2019/20: Prognose für Umsatz und EBIT bestätigt – niedrigere Nettoverschuldung erwartet

Das Management hat mit den H1-Zahlen 2019/20 die Guidance für das Gesamtjahr bei den Umsatz- und Ergebniskennzahlen bestätigt.

Für den **Konzernumsatz** prognostiziert das Management unverändert einen Rückgang um rd. 9% auf **85 - 87 Mio. €** (Vj. 94,9 Mio. €).

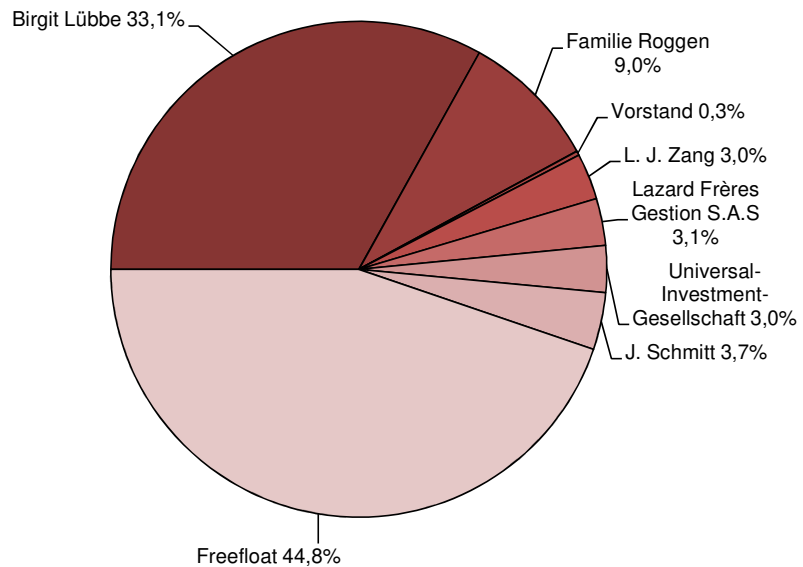
Für das **Konzern-EBIT** rechnet das Management mit einem deutlichen Anstieg auf ein Niveau von **3,5 - 5,3 Mio. €** (Vj. 2,7 Mio. €). Das entspricht in der Mitte der Guidance einer **EBIT-Marge** von **5,1%** (Vj. 2,9%).

Die Prognose für die **Nettoverschuldung** zum Gj-Ende 2019/20 wurde von rd. 18 Mio. € (Vorjahresniveau) auf **15 Mio. €** reduziert.

**Mittelfristiges Ziel** des Konzerns ist ein **Umsatzanstieg** auf **100 Mio. €**. 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 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

### Peergroup-Vergleich

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

#### Bastei Lübbe: Peergroup-Vergleich

Ticker	Kurs in €	KGV 2019	KGV 2020e	KGV 2021e	EV/EBITDA 2020e	EV/EBITDA 2021e	EV/EBIT 2020e	EV/EBIT 2021e	Ebit- Marge 2020e	Ebit- Marge 2021e	Kurs/ Buchwert 2020e	Kurs/ Buchwert 2021e	EV/Sales 2020e	EV/Sales 2021e
Axel Springer SE	63,60	37,9	25,0	25,6	11,5	11,0	17,1	16,8	14,9%	14,4%	2,7	2,8	2,6	2,4
RTL Group SA	43,56	10,0	9,9	9,9	5,5	5,4	6,5	6,6	16,7%	16,1%	1,9	1,9	1,1	1,1
Pearson PLC	7,73	9,2	11,4	11,7	7,5	6,5	10,0	8,4	14,2%	14,7%	1,1	1,1	1,4	1,2
Prosiebensat 1 Media SE	13,38	12,4	7,3	7,0	6,1	5,7	8,2	7,5	15,8%	16,2%	3,0	2,6	1,3	1,2
Schibsted ASA	25,53	93,1	42,6	31,5	15,2	12,6	22,3	16,8	14,0%	16,4%	4,2	3,9	3,1	2,8
Tamedia AG	84,65	10,5	16,7	18,8	3,3	3,1	6,8	6,3	9,5%	8,9%	0,5	0,5	0,6	0,6
Durchschnitt (ungewichtet)		28,9	18,8	17,4	8,2	7,4	11,8	10,4	14,2%	14,5%	2,3	2,1	1,7	1,5
MEDIAN		11,5	14,1	15,3	6,8	6,1	9,1	7,9	14,6%	15,4%	2,3	2,2	1,4	1,2
Bastei Luebbe AG	2,79	55,2	15,5	11,6	5,7	5,1	12,2	8,6	5,3%	7,0%	1,0	0,9	0,6	0,6
Abweichung vom Median		382,0%	10,2%	-23,9%	-16,8%	-16,7%	34,3%	7,9%	-63,7%	-54,3%	-58,4%	-59,8%	-52,4%	-50,7%

Quelle: Thomson Reuters, Solventis Research

Bastei Lübbe kommt aus der Restrukturierung und weist ein vergleichsweise niedriges Margenniveau aus. Die Peergroup-Unternehmen zeigen, wohin die Reise gehen könnte. Wir rechnen bei Bastei Lübbe kurzfristig nicht mit einer zweistelligen EBIT-Marge. Ein Niveau von mindestens 7% sollte aber innerhalb von zwei Jahren möglich sein. Dann dürfte auch der Abschlag zur Peergroup kleiner werden. Zum jetzigen Zeitpunkt halten wir einen Peergroup-Vergleich für die Bewertung der Bastei Lübbe-Aktie weiterhin für nicht aussagekräftig.

### **DCF-Modell**

Die Ergebnisse im ersten Halbjahr 2019/20 liegen im Rahmen der Erwartungen. Entsprechend wurde auch vom Management die Prognose für das Geschäftsjahr 2019/20 bestätigt.

Wir sehen keinen Anlass, Änderungen an unserem DCF-Modell vorzunehmen. Die Details zum DCF-Modell befinden sich auf der Seite 9. Für die Bastei Lübbe-Aktie errechnet sich unverändert ein fairer Wert von **5,54 €**.

### **Fazit**

Bastei Lübbe liegt nach dem ersten Halbjahr im Plan und dürfte die Ziele für das Geschäftsjahr 2019/20 erreichen. Die Restrukturierung ist mittlerweile abgeschlossen und der Fokus richtet sich wieder auf Wachstum. Wir rechnen ab dem Geschäftsjahr 2020/21 wieder mit steigenden Umsätzen und anziehenden Margen. Auch eine Dividendenausschüttung dürfte dann wieder Thema werden.

**Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Bastei Lübbe-Aktie. Das Kursziel sehen wir unverändert bei 5,50 €.**

### **Finanzkalender**

13.02.2020: Quartalsmitteilung (Q3)

---

**Bastei Lübbe: GuV (in Tsd. €)**

	2018/19	yoy	2019/20e	yoy	2020/21e	yoy	2021/22e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>94.922</b>	<b>-32,3%</b>	<b>86.000</b>	<b>-9,4%</b>	<b>92.020</b>	<b>7,0%</b>	<b>96.621</b>	<b>5,0%</b>
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	-3.215	-72,4%	500	115,6%	535	7,0%	1.000	86,9%
andere aktivierte Eigenleistungen	2.741	-11,5%	2.049	-25,2%	2.049	0,0%	2.049	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	1.123	-74,5%	1.034	-7,9%	1.070	3,5%	1.161	8,5%
Materialaufwand	47.118	-43,7%	42.689	-9,4%	45.677	7,0%	47.961	5,0%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>48.453</b>	<b>-22,0%</b>	<b>46.894</b>	<b>-3,2%</b>	<b>49.996</b>	<b>6,6%</b>	<b>52.870</b>	<b>5,7%</b>
Personalaufwand	20.125	-29,5%	18.000	-10,6%	19.260	7,0%	20.223	5,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	4.895	-72,8%	4.600	-6,0%	4.500	-2,2%	4.400	-2,2%
sonstige betriebliche Aufwendungen	20.777	-37,9%	19.134	-7,9%	19.795	3,5%	21.483	8,5%
<b>EBITDA</b>	<b>7.551</b>	<b>8290,0%</b>	<b>9.760</b>	<b>29,3%</b>	<b>10.941</b>	<b>12,1%</b>	<b>11.163</b>	<b>2,0%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>7,95%</b>	<b>7,9 pp</b>	<b>11,35%</b>	<b>3,4 pp</b>	<b>11,89%</b>	<b>0,5 pp</b>	<b>11,55%</b>	<b>-0,3 pp</b>
<b>EBIT</b>	<b>2.656</b>	<b>-114,8%</b>	<b>5.160</b>	<b>94,3%</b>	<b>6.441</b>	<b>24,8%</b>	<b>6.763</b>	<b>5,0%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>2,80%</b>	<b>15,6 pp</b>	<b>6,00%</b>	<b>3,2 pp</b>	<b>7,00%</b>	<b>1,0 pp</b>	<b>7,00%</b>	<b>0,0 pp</b>
Erträge aus Beteiligungen	50	-87,4%	50	0,0%	50	0,0%	50	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	384	48,8%	200	-47,9%	200	0,0%	200	0,0%
Zinsaufwand	1.557	-21,3%	1.300	-16,5%	1.200	-7,7%	1.100	-8,3%
Finanzergebnis	-1.123	40,1%	-1.050	6,5%	-950	9,5%	-850	10,5%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>1.533</b>	<b>107,8%</b>	<b>4.110</b>	<b>168,1%</b>	<b>5.491</b>	<b>33,6%</b>	<b>5.913</b>	<b>7,7%</b>
<b>EBT-Marge</b>	<b>1,62%</b>	<b>15,7 pp</b>	<b>4,78%</b>	<b>3,2 pp</b>	<b>5,97%</b>	<b>1,2 pp</b>	<b>6,12%</b>	<b>0,2 pp</b>
Steuern	679	119,3%	1.356	99,7%	1.757	29,6%	1.774	1,0%
Steuerquote	44,29%	26,5 pp	33,00%	-11,3 pp	32,00%	-1,0 pp	30,00%	-2,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>854</b>	<b>105,3%</b>	<b>2.754</b>	<b>222,4%</b>	<b>3.734</b>	<b>35,6%</b>	<b>4.139</b>	<b>10,9%</b>
Anteile Dritter	187	105,3%	400	113,9%	542	35,6%	601	10,9%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>667</b>	<b>105,2%</b>	<b>2.354</b>	<b>252,9%</b>	<b>3.192</b>	<b>35,6%</b>	<b>3.538</b>	<b>10,9%</b>
<b>Anzahl Aktien (Mio.)</b>	<b>13,30</b>	<b>0,0%</b>	<b>13,30</b>	<b>0,0%</b>	<b>13,30</b>	<b>0,0%</b>	<b>13,30</b>	<b>0,0%</b>
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,05	105,2%	0,18	252,9%	0,24	35,6%	0,27	10,9%

Quelle: Solventis Research, Bastei Lübbe AG

**Bastei Lübbe: Bilanz (in Tsd. €)**

	2018/19	yoy	2019/20e	yoy	2020/21e	yoy	2021/22e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	3.356	270,0%	6.081	81,2%	9.202	51,3%	9.662	5,0%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	12.487	-33,7%	11.313	-9,4%	12.105	7,0%	12.711	5,0%
Vorräte	15.509	-16,1%	14.051	-9,4%	15.035	7,0%	15.787	5,0%
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%	1.847	0,0%	1.847	0,0%
Steuerforderungen	307	-65,7%	307	0,0%	307	0,0%	307	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>34.604</b>	<b>-16,8%</b>	<b>34.698</b>	<b>0,3%</b>	<b>39.594</b>	<b>14,1%</b>	<b>41.411</b>	<b>4,6%</b>
Sachanlagen	1.573	-19,6%	1.473	-6,4%	973	-33,9%	73	-92,5%
Immaterielle Vermögenswerte	19.934	-5,8%	19.934	0,0%	19.934	0,0%	19.934	0,0%
Bestand vorausgezahlter Autorenhonorare	20.455	-26,3%	20.455	0,0%	20.455	0,0%	20.455	0,0%
Finanzielle Vw	4.603	28,6%	4.603	0,0%	4.603	0,0%	4.603	0,0%
Latente Steuern	4.053	-10,6%	4.053	0,0%	4.053	0,0%	4.053	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	672	-25,2%	672	0,0%	672	0,0%	672	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>51.290</b>	<b>-14,4%</b>	<b>51.190</b>	<b>-0,2%</b>	<b>50.690</b>	<b>-1,0%</b>	<b>49.790</b>	<b>-1,8%</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>85.894</b>	<b>-15,4%</b>	<b>85.888</b>	<b>-0,0%</b>	<b>90.284</b>	<b>5,1%</b>	<b>91.201</b>	<b>1,0%</b>
Vermögen nicht fortgeführte Aktivitäten	0	-100,0%	0	n.m.	0	0,0%	0	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>85.894</b>	<b>-15,4%</b>	<b>85.888</b>	<b>-0,0%</b>	<b>90.284</b>	<b>5,1%</b>	<b>91.201</b>	<b>1,0%</b>
<b>Passiva</b>								
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%	-4.891	32,5%	-2.365	51,7%	-156	93,4%
Kumuliertes übriges comprehensive income	1.980	n.m.	1.980	0,0%	2.645	33,6%	3.310	25,1%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>34.739</b>	<b>11,6%</b>	<b>37.093</b>	<b>6,8%</b>	<b>40.284</b>	<b>8,6%</b>	<b>43.158</b>	<b>7,1%</b>
Anteile in Fremdbesitz	1.363	13,4%	1.363	0,0%	1.363	0,0%	1.363	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>36.102</b>	<b>11,6%</b>	<b>38.456</b>	<b>6,5%</b>	<b>41.647</b>	<b>8,3%</b>	<b>44.521</b>	<b>6,9%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	84	0,0%	76	-9,4%	81	7,0%	86	5,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	1.200	2,1%	1.087	-9,4%	1.163	7,0%	1.221	5,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	577	-44,0%	523	-9,4%	559	7,0%	587	5,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>1.861</b>	<b>-74,9%</b>	<b>1.686</b>	<b>-9,4%</b>	<b>1.804</b>	<b>7,0%</b>	<b>1.894</b>	<b>5,0%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	7.297	0,9%	6.611	-9,4%	7.074	7,0%	7.428	5,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	14.153	-26,7%	12.823	-9,4%	13.720	7,0%	14.406	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	24.684	-25,4%	24.684	0,0%	24.296	-1,6%	21.123	-13,1%
Steuerverbindlichkeiten	4	-33,3%	4	-9,4%	4	7,0%	4	5,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	1.793	-12,3%	1.624	-9,4%	1.738	7,0%	1.825	5,0%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>47.931</b>	<b>-22,3%</b>	<b>45.746</b>	<b>-4,6%</b>	<b>46.833</b>	<b>2,4%</b>	<b>44.786</b>	<b>-4,4%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>85.894</b>	<b>-15,3%</b>	<b>85.888</b>	<b>-0,0%</b>	<b>90.284</b>	<b>5,1%</b>	<b>91.201</b>	<b>1,0%</b>
Schulden nicht fortgeführte Aktivitäten	0	-100,0%	0	n.m.	0	0,0%	0	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>85.894</b>	<b>-15,4%</b>	<b>85.888</b>	<b>-0,0%</b>	<b>90.284</b>	<b>5,1%</b>	<b>91.201</b>	<b>1,0%</b>

Quelle: Solventis Research, Bastei Lübbe AG



**DCF-Modell**

<b>(in Tsd. EUR)</b>	<b>2018/19</b>	<b>2019/20e</b>	<b>2020/21e</b>	<b>2021/22e</b>	<b>2022/23e</b>	<b>2023/24e</b>	<b>2024/25e</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Umsatz</b>	94.922	86.000	92.020	96.621	100.486	104.505	108.685	
<b>Veränderung in %</b>	-32,3%	-9,4%	7,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
<b>EBITDA</b>	7.551	9.760	10.941	11.163	11.034	11.315	11.608	
<b>EBITDA-Marge</b>	8,0%	11,3%	11,9%	11,6%	11,0%	10,8%	10,7%	
<b>EBIT</b>	2.656	5.160	6.441	6.763	7.034	7.315	7.608	
<b>EBIT-Marge</b>	2,8%	6,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
<b>NOPLAT</b>	1.480	3.457	4.380	4.734	4.924	5.121	5.326	5.439
<b>Reinvestment Rate</b>	-372,4%	-40,5%	8,6%	-4,8%	1,3%	1,7%	2,1%	6,2%
<b>FCFF</b>	6.990	4.858	4.002	4.963	4.860	5.035	5.216	112.007
<b>WACC</b>	5,60%	5,87%	6,01%	6,29%	6,49%	6,65%	6,83%	6,05%
<b>Kumuliertes WACC</b>		105,87%	112,24%	119,30%	127,04%	135,49%	144,74%	153,51%
<b>Barwerte der FCFF</b>		4.589	3.566	4.160	3.826	3.716	3.604	72.965
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>23.460</b>							
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>72.965</b>							
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	75,7%							
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>96.425</b>							
<b>Netto-Finanzschulden</b>	17.800							
<b>Wert Verlustvortrag</b>	0							
<b>Minderheiten</b>	5.000							
<b>Beteiligungen</b>	0							
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>73.625</b>							
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>5,54</b>							

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: **28.11.2019, 16:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **28.11.2019, 16:30 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
20.11.18	U. van Lengerich	Kaufen	5,50 €	2,00 €	12 Monate
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

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.18 - 30.09.19)		in %	Auftrags-research	in %
Kaufen	48	90,6%	37	69,8%
Halten	5	9,4%	3	5,7%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	53	100,0%	40	75,5%

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.**