

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

### Digitales Wachstum treibt

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>1,57 € (1,57 €)</b>
Kurs (15.08.2018)	1,10 €
ISIN	DE0005118806
Marktkapitalisierung (Mio. €)	21,0
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	19,1
Marktsegment	Prime Standard
Homepage:	www.11880.com

#### Kennzahlen

	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. €)	41,3	43,0	44,7	46,5
EBIT (Mio. €)	-10,1	-5,2	-0,4	2,1
EBIT-Marge	-24,4%	-12,0%	-1,0%	4,5%
EBITDA (Mio. €)	-2,3	2,1	4,4	6,1
EBITDA-Marge	-5,6%	4,9%	9,7%	13,1%
Ergebnis je Aktie (€)	-0,50	-0,26	-0,02	0,12
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie (€)	0,73	0,47	0,45	0,57
KGV	neg.	neg.	neg.	9,5
Kurs/Buchwert	1,2	2,3	2,4	1,9
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	8,0
EV/EBITDA	neg.	9,3	4,4	2,8
EV/Umsatz	0,26	0,46	0,43	0,36
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

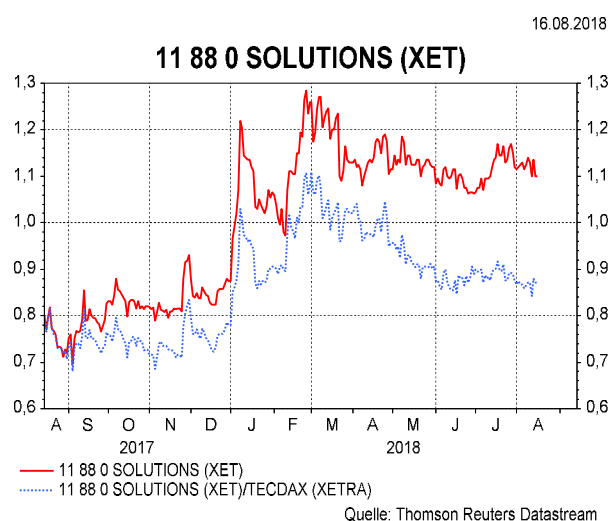
**Erstmals seit 2009 nahm im H1'2018 der Umsatz wieder zu und zwar um 2,2% auf 20,8 Mio. €. Das EBITDA erreichte positive 0,1 Mio. € (Vj. -0,7 Mio. €). Der Periodenverlust konnte auf 2,2 Mio. € halbiert werden. Der Turnaround kommt über das Segment Digital. Hier nahm der Umsatz ggü. Vj. um 11,8% auf 14,7 Mio. € zu und das EBITDA erreichte +0,5 Mio. € (Vj. -0,6 Mio. €). Dagegen war der Umsatz im Segment Auskunft um 1,1 Mio. € auf 6,1 Mio. € rückläufig bei einem EBITDA von -0,5 Mio. € (Vj. -0,1 Mio. €). Den Ausblick für das Gesamtjahr bestätigte die Gesellschaft: Umsatz 39,8 bis 43,2 Mio. € bei einem EBITDA von 0,4 bis 2,4 Mio. €. Wir empfehlen die 11880-Aktie unverändert mit einem Kursziel von 1,57 € zum Kauf.**

Im Segment Digital ist der Kundenstamm im H1'2018 um 11,5% auf knapp 29.000 gestiegen. Damit setzt sich das Kundenwachstum weiter fort. Das angestrebte Ziel von 30.000 Kunden bis Ende 2018 dürfte übererfüllt werden. Insgesamt zeigt sich an der erfreulichen Entwicklung, dass der Vertrieb funktioniert und dass die Produkte gut angenommen werden.

Für November/Dezember ist der Start des Fachportals „Jobs“ geplant, von dem sich CEO Christian Maar angesichts des allgemein vorherrschenden Personalmangels einiges verspricht. Außerdem kündigte er ein weiteres Fachportal an, das wahrscheinlich Anfang 2019 scharf geschaltet wird.

Etwas schwächer als erwartet performte das Segment Auskunft. Das hängt neben dem seit Jahren rückläufigen Markt für Telefonauskunft auch mit dem Wetter der letzten Monate zusammen. Bei Naturkatastrophen – wie im Vorjahr – wird die Auskunft häufiger angerufen. 11880 steuert dem Schwund mit Call Center-Drittgeschäft gegen, das mit bestehenden und neuen Kunden weiter ausgebaut wird. Anders als die klassische Auskunft wirft das CC-Drittgeschäft nur eine geringe Marge ab.

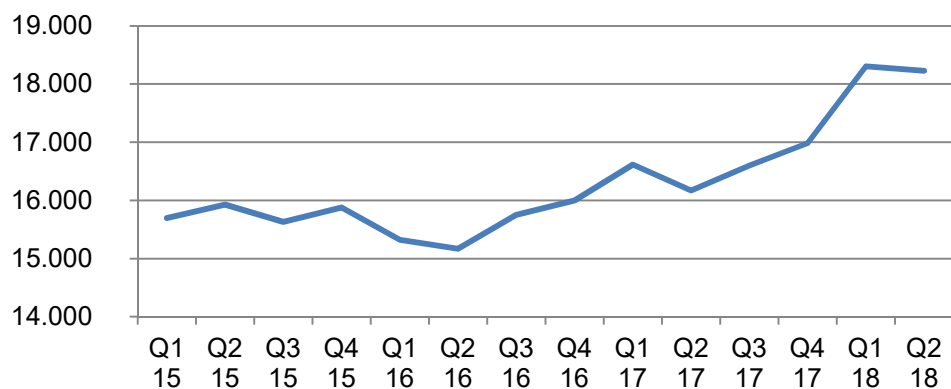
CEO Maar bestätigte, dass 11880 spätestens 2020 Cash-flow positiv sein will und bis dahin gemäß Planung nicht auf Mittel von außen angewiesen sei. Auf der HV 2018 wurde neues genehmigtes Kapital I+II beschlossen, was die finanzielle Flexibilität der Gesellschaft erhöht.



### Potential für höhere Margen

Neben dem beginnenden Turnaround beim Umsatz hilft mit Blick auf die Profitabilität der Gesellschaft, dass sie mittlerweile deutlich schlanker aufgestellt ist. Der Trend zu geringeren Kosten setzte sich auch im H1'2018 fort. Vertriebskosten sowie allgemeine Verwaltungskosten inkl. Werbung konnten im H1'2018 ggü. Vj. um 2,0 Mio. € auf 10,9 Mio. € reduziert werden. Durch den gemeinsamen Standort in Essen für Vertriebseinheiten und den Verwaltungsbereich, der ab September komplett bezogen sein wird, werden nochmals Kosten gespart. Im Wesentlichen geht es jetzt um die weitere Optimierung der Gesellschaft. Mit einer erneuten, teuren Restrukturierung rechnen wir nicht. Das Personal wurde bereits um rund 400 Mitarbeiter auf unter 600 seit 2015 abgebaut.

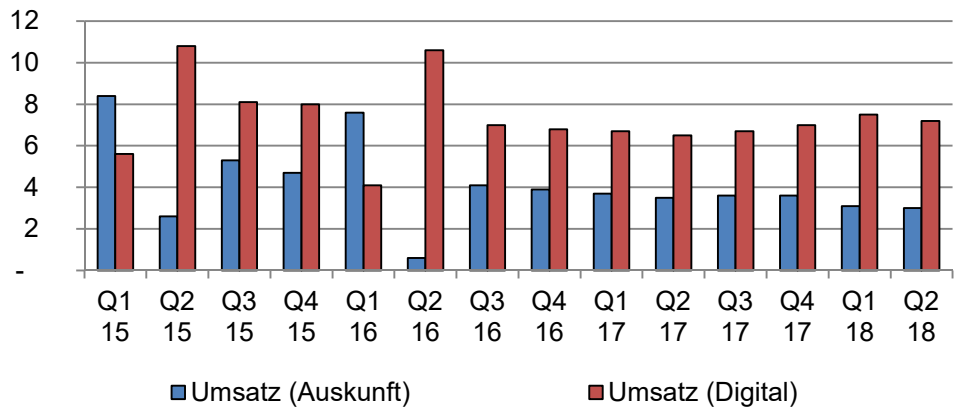
### 11880 Solutions: Umsatz je Mitarbeiter (in €)



Quelle: Solventis Research

Wie CEO Maar in der Telefonkonferenz anlässlich der H1'2018-Zahlen ausführte, sieht er bei der EBITDA-Marge noch erhebliches Potential. Die Steigerung der Marge ist eines der bestimmenden Themen für die kommenden 24 Monate. Grundvoraussetzung dafür ist u. E., dass sich das Umsatzwachstum nachhaltig fortsetzt.

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

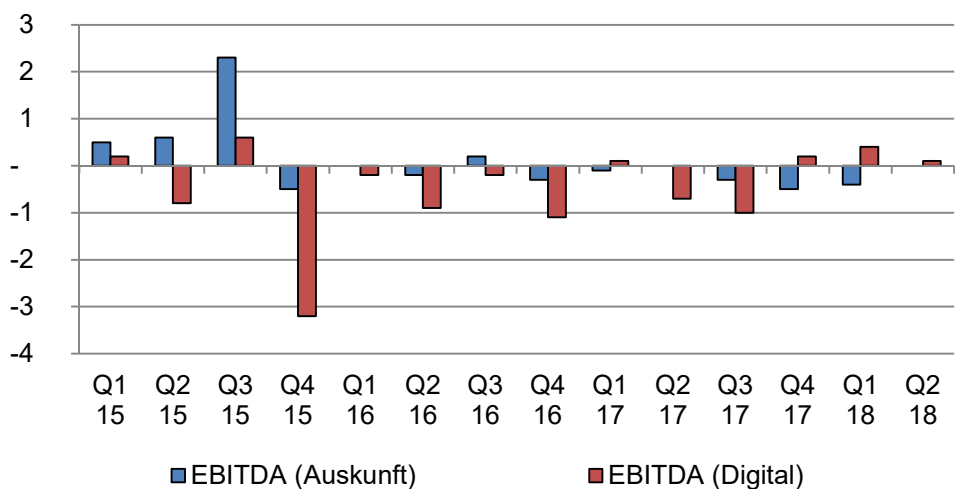


Quelle: Solventis Research

**Digital leicht über Budget**

Im Segment Digital soll im laufenden Jahr das Produktportfolio für die Kunden weiter optimiert werden. Außerdem sollen neue Produkte und Services eingeführt werden. Dazu zählt auch das Fachportal „Jobs“. Die Zielvorgaben für das Segment sind unverändert: Umsatz 29,1 bis 30,3 Mio. € (Vj. 26,9 Mio. €) und EBITDA 0,3 bis 1,4 Mio. € (Vj. -1,4 Mio. €). Nachdem für das H1'2018 ein Umsatz von 14,7 Mio. € und ein EBITDA von 0,5 Mio. € berichtet wurden, sollte der Plan gut erfüllt werden.

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



Quelle: Solventis Research

### Auskunft: Call Center-Drittgeschäft wächst

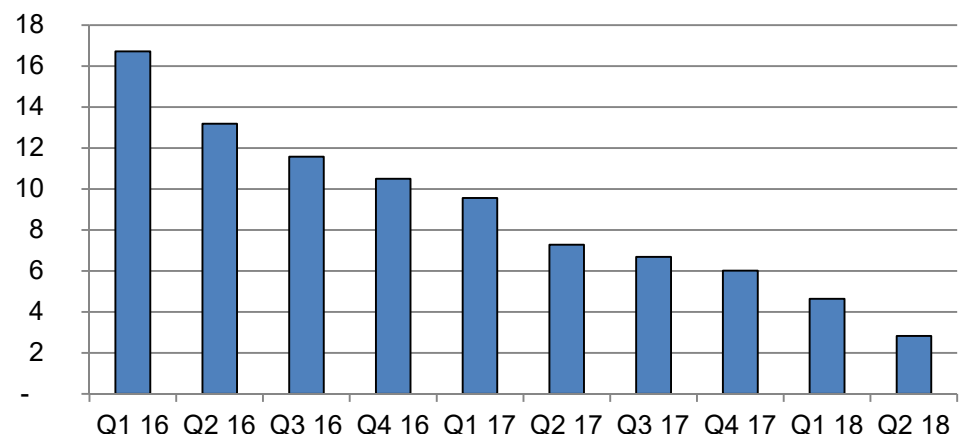
Im Segment Auskunft, das bedingt durch den schwindenden Auskunftsmarkt seit Jahren rückläufig ist, ist die Situation nicht ganz so komfortabel. Im ersten Halbjahr wurden ein Umsatz von 6,1 Mio. € und ein negatives EBITDA von -0,4 Mio. € erwirtschaftet. Die unveränderte Guidance für den Umsatz liegt bei 10,7 bis 12,9 Mio. € (Vj. 14,4 Mio. €) und bei 0,1 bis 1,0 Mio. € (Vj. -0,9 Mio. €) für das EBITDA. 11880 steuert mit der Einwerbung von Call Center-Drittgeschäft gegen, aktuell zählt 11880 4 große Bestandskunden. Ein großer Bestandskunde hat sein Auftragsvolumen im Frühjahr 2018 erweitert. Ein großer Neukunde wird seinen telefonischen Kundenservice ab September 2018 an 11880 outsourcen. Bei 14 weiteren Großkunden läuft derzeit die Angebotsphase. Möglicherweise gelingt es 11880 das Segment Auskunft mit Drittgeschäft zu stabilisieren. Allerdings weist dieses Geschäft deutlich geringere Margen auf als die klassische Auskunft.

### Liquiditätsbedarf im H1 saisonal höher

11880 ist mit liquiden Mitteln von 6,0 Mio. € in das laufende Jahr gestartet. Davon flossen im H1'2018 rund 3,2 Mio. € u. a. für Bonuszahlungen und nachlaufenden Kosten (z. B. durch die Schließung des Standorts München) ab. Im H2'2018 soll die Liquidität um weitere 0,4 Mio. € zurückgehen, so dass die Guidance für die Liquidität im Bereich von 1,2 bis 3,2 Mio. € gut erreicht werden sollte. Die -3,2 Mio. € entsprechen dem negativen operativen Cashflow von -1,0 Mio. € plus dem negativen Cashflow aus Investitionstätigkeit (bereinigt um den Verkauf von Fondsanteilen) von -2,1 Mio. € plus dem negativen Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von -0,1 Mio. €.

Nachlaufende Kosten sollten 2019 nicht mehr anfallen. Von dieser Seite wird die Liquidität deutlich entlastet.

### 11880 Solutions: Liquidität (in Mio. €)

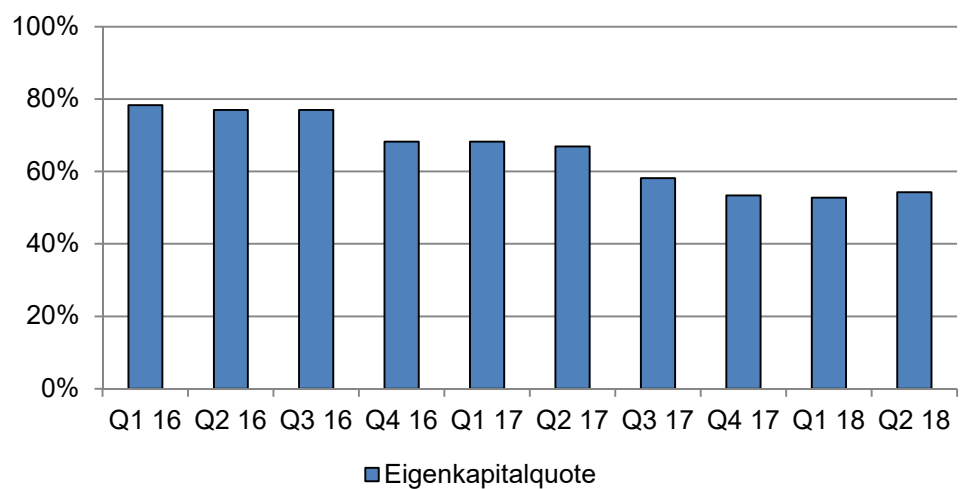


Quelle: Solventis Research

## Neues genehmigtes Kapital stärkt die Gesellschaft

Ggü. Ultimo 2017 ist die Bilanzsumme um 4,9 Mio. € auf 21,3 Mio. € zurückgegangen, was im Wesentlichen auf den Cashburn zurückzuführen ist. Das Eigenkapital nahm bedingt durch den Periodenverlust um 2,4 Mio. € auf 11,6 Mio. € ab. Die EK-Quote erhöhte sich leicht auf 54,3% (Ultimo 2017: 53,4%). Nennenswerte langfristige Verbindlichkeiten oder Bankdarlehen hat die 11880 Solutions AG nicht.

### 11880 Solutions: Eigenkapitalquote



Quelle: Solventis Research

Auf der HV 2018 wurde ein neues Genehmigtes Kapital I (10% unter Ausschluss des Bezugsrechts) und ein neues Genehmigtes Kapital II (2:5 mit Bezugsrecht) beschlossen. Damit wird die finanzielle Flexibilität der Gesellschaft deutlich erhöht. Das gilt sowohl für organische Prozesse als auch für externes Wachstum.

## Management

Der Vertrag von CEO Christian Maar wurde vorzeitig bis zum März 2022 verlängert. Damit ist sichergestellt, dass der eingeschlagene Weg fortgesetzt wird.

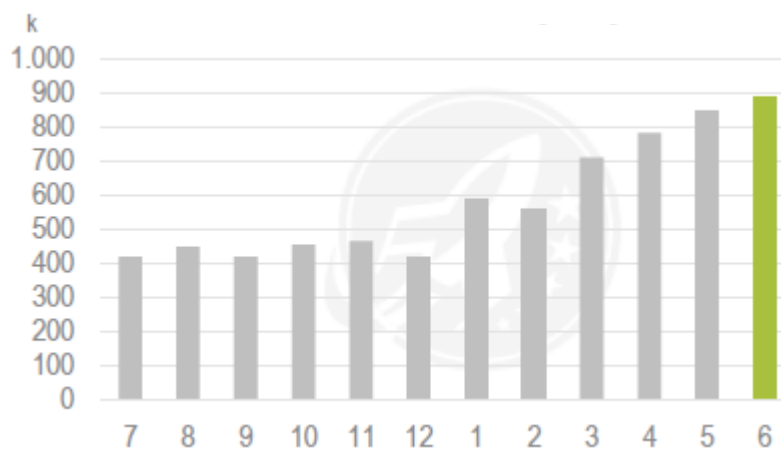
---

**11880 Solutions: Traffic 11880.com mit steigender Tendenz**

Quelle: 11880 Solutions AG

---

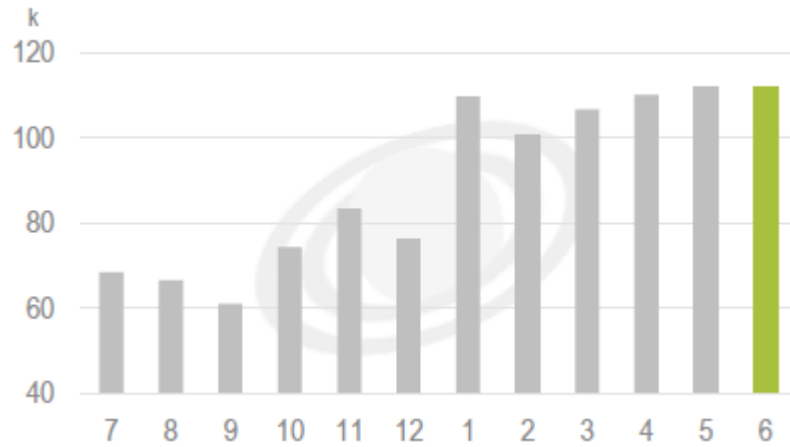
---

**11880 Solutions: Traffic werkenntdenBESTEN.de wächst kräftig**

Quelle: 11880 Solutions AG

---

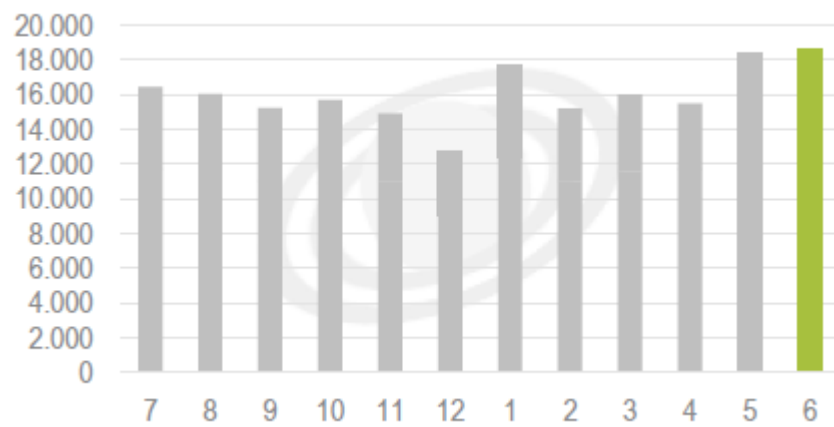
---

**11880 Solutions: Traffic Fachportale nimmt stetig zu**

Quelle: 11880 Solutions AG

---

---

**11880 Solutions: Eingehende Anfragen (Leads)**

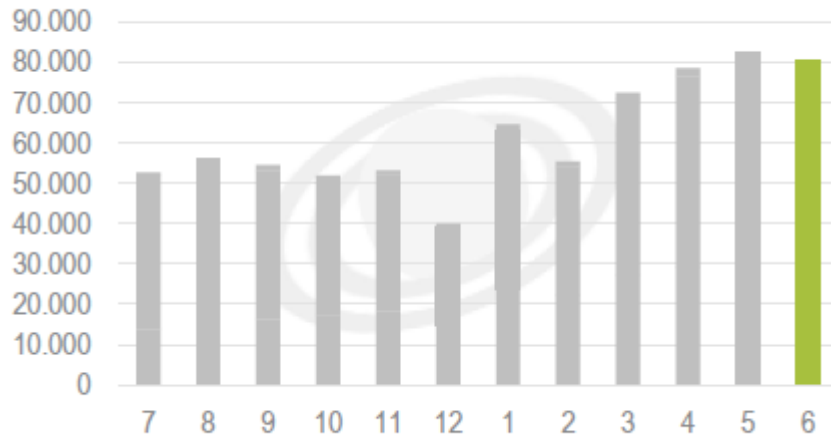
Quelle: 11880 Solutions AG

---

Monatlich erhält 11880 über die Branchen-Fachportale und das Portal 11880.com derzeit rund 15.000 Anfragen (Leads) nach Dienstleistungen.

---

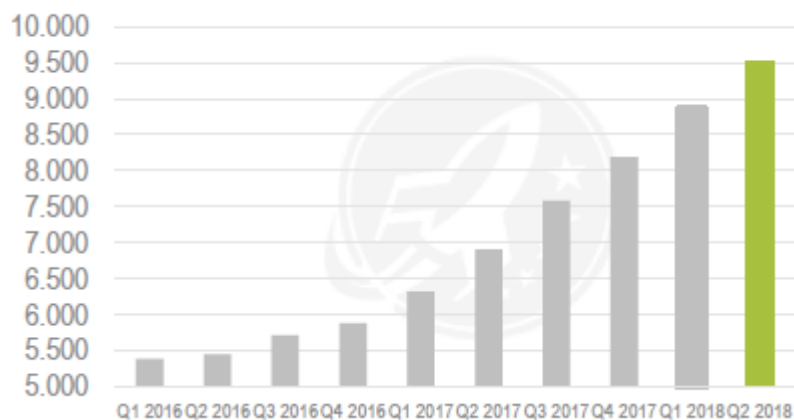
### 11880 Solutions: Angenommene Anfragen



Quelle: 11880 Solutions AG

Die Leads werden rabattiert und unverbindlich an Bestandskunden (primär) und Nicht-Kunden (sekundär) teilweise mehrfach verteilt. Aktuell werden monatlich bereits über 80.000 Leads von Bestandskunden und Nicht-Kunden angenommen.

### 11880 Solutions: Kundenbestand Fachportalbranchen



Quelle: 11880 Solutions AG

Nicht-Kunden, die mit der Lead-Verteilung positive Erfahrungen gemacht haben, werden mit einer relativ hohen Wahrscheinlichkeit zu neuen Kunden konvertiert.

## Bewertung

Wir bewerten die 11880 Solutions AG mit unserem DCF-Modell. Ggü. der Basisstudie vom 06.06.2018 haben wir an den Parametern keine Änderungen vorgenommen: Den Umsatz lassen wir in der Detailplanung mit etwa 4% steigen. Die EBIT-Marge steigt bis zum Terminal Value (TV) auf 9,0%. Die Steuerquote stellen wir in der Detailplanung auf 0% aufgrund der Verlustvorträge und eines geringen erwarteten Gewinns. Im TV setzen wir sie auf 30%. Bei der Reinvestment Rate unterstellen wir im TV einen Wert von knapp 11%. Das WACC läuft in der Detailplanung auf 8,60% hoch. Diesen Wert setzen wir auch im TV an. Im Ergebnis erhalten wir für diese Turnaround-Gesellschaft einen fairen Wert für das Eigenkapital von 30,0 Mio. € oder 1,57 € je Aktie.

Der Peer-Group-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 Peer-Group-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 Peer-Group-Vergleich fehlen die Zahlen.

## 11880 Solutions: Peer-Group-Vergleich

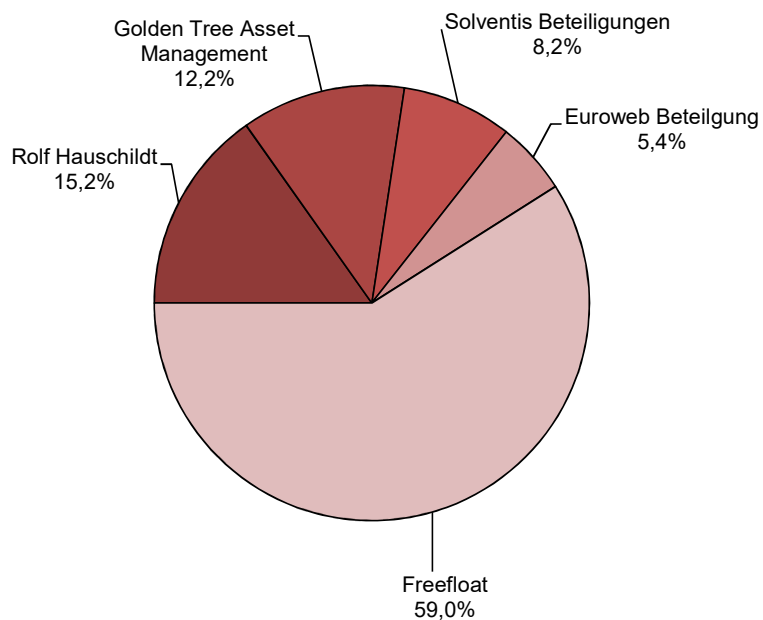
Ticker	Kurs 15.08.18	Währung	KGV 2017	KGV 2018e	KGV 2019e	EV/ EBITDA 2018e	EV/ EBITDA 2019e	EV/ EBIT 2018e	EV/ EBIT 2019e	Ebit- Marge 2018e	Ebit- Marge 2019e	Kurs/ Buchwert 2018e	Kurs/ Buchwert 2019e	EV/ Sales 2018e	EV/ Sales 2019e	Dividenden- rendite 2018e
Deutsche Telekom AG	13,92	EUR	20,1	14,9	13,2	5,2	4,9	11,8	10,6	13,5%	14,4%	2,0	2,0	1,6	1,5	5,0%
United Internet AG	42,98	EUR	18,8	17,8	15,3	8,7	7,5	12,0	10,0	16,7%	18,2%	2,1	2,0	2,0	1,8	2,2%
Publicis Groupe SA	54,78	EUR	15,1	11,9	11,2	7,8	6,9	9,3	8,0	15,4%	16,0%	1,9	1,7	1,4	1,3	3,8%
Solocal Group SA	1,01	EUR	1,0	2,7	9,2	6,4	4,5	27,1	10,0	5,8%	12,7%	-0,1	-1,3	1,6	1,3	0,0%
Scout24 AG	42,82	EUR	33,1	26,9	23,3	17,9	15,5	21,4	18,0	45,8%	47,0%	4,0	3,6	9,8	8,5	1,5%
Web.com Group Inc	24,64	EUR	35,9	10,0	9,6	10,5	9,7	12,7	11,8	20,4%	20,8%	4,3	3,9	2,6	2,4	0,0%
Durchschnitt (ungewichtet)			20,7	14,0	13,7	9,4	8,2	15,7	11,4	19,6%	21,5%	2,4	2,0	3,2	2,8	2,1%
MEDIAN			19,4	13,4	12,2	8,2	7,2	12,4	10,3	16,1%	17,1%	2,1	2,0	1,8	1,7	1,8%
11 88 0 Solutions AG *	1,10	EUR	-1,7	-4,2	-63,1	9,3	4,4	-3,8	-43,1	-12,0%	-1,0%	2,3	2,4	0,5	0,4	0,0%
Abweichung vom Median			-108,9%	-131,5%	-616,3%	12,8%	-38,4%	-130,8%	-518,0%	-174,7%	-105,8%	13,3%	22,9%	-74,4%	-74,2%	-100,0%

\* 11 88 0 Solutions AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

## Aktionärsstruktur

### 11880 Solutions: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Rolf Hauschildt hat seine Beteiligung von 10,2% auf 15,2% ausgebaut. Weitere größere Veränderungen sind uns nicht bekannt.

### Kommender Newsflow

- **08.11.2018:** Veröffentlichung der Zwischenmitteilung zum Q'3 2018

**11880 Solutions: GuV (in Tsd. €)**

	2017	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>41.268</b>	<b>-7,7%</b>	<b>43.000</b>	4,2%	<b>44.720</b>	4,0%	<b>46.509</b>	4,0%
Umsatzkosten	26.586	-1,2%	27.702	4,2%	28.810	4,0%	29.962	4,0%
Bruttoergebnis v. Umsatz	14.682	-17,6%	15.298	4,2%	15.910	4,0%	16.547	4,0%
Bruttomarge	35,58%	-4,3 pp	35,58%	0,0 pp	35,58%	0,0 pp	35,58%	0,0 pp
Vertriebskosten	14.925	-16,0%	12.327	-17,4%	9.856	-20,0%	8.709	-11,6%
Allgemeine Verwaltungskosten	9.847	-13,2%	8.133	-17,4%	6.503	-20,0%	5.746	-11,6%
Sonstige betriebl. Aufwendungen	3	-99,9%	2	-17,4%	2	-20,0%	2	-11,6%
Sonstige betriebl. Erträge	5	-91,1%	4	-17,4%	3	-20,0%	3	-11,6%
EBITDA	-2.297	15,7%	2.115	192,1%	4.353	105,8%	6.093	40,0%
EBITDA-Marge	-5,57%	0,5 pp	4,92%	10,5 pp	9,73%	4,8 pp	13,10%	3,4 pp
<b>EBIT</b>	<b>-10.088</b>	<b>30,8%</b>	<b>-5.160</b>	<b>48,9%</b>	<b>-447</b>	<b>91,3%</b>	<b>2.093</b>	<b>568,0%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>-24,45%</b>	<b>8,1 pp</b>	<b>-12,00%</b>	<b>12,4 pp</b>	<b>-1,00%</b>	<b>11,0 pp</b>	<b>4,50%</b>	<b>5,5 pp</b>
Erträge/Aufwendungen aus Wertpapieren	49	800,0%	49	0,0%	49	0,0%	49	0,0%
Währungsgewinne/-verluste	-2	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	195	21,1%	150	-23,1%	90	-40,0%	100	11,1%
Zinsaufwand	25	-67,5%	25	0,0%	25	0,0%	25	0,0%
Finanzergebnis	217	181,8%	174	-19,8%	114	-34,5%	124	8,8%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>-9.871</b>	<b>31,9%</b>	<b>-4.986</b>	<b>49,5%</b>	<b>-333</b>	<b>93,3%</b>	<b>2.217</b>	<b>765,3%</b>
EBT-Marge	-23,92%	8,5 pp	-11,60%	12,3 pp	-0,75%	10,9 pp	4,77%	5,5 pp
Steuern	-237	-237,8%	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Steuerquote	2,40%	3,6 pp	0,00%	-2,4 pp	0,00%	0,0 pp	0,00%	0,0 pp
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>-9.634</b>	<b>34,4%</b>	<b>-4.986</b>	<b>48,2%</b>	<b>-333</b>	<b>93,3%</b>	<b>2.217</b>	<b>765,3%</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	19,11	0,0%	19,11	0,0%	19,11	0,0%	19,11	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)</b>	<b>-0,50</b>	<b>34,4%</b>	<b>-0,26</b>	<b>48,2%</b>	<b>-0,02</b>	<b>93,3%</b>	<b>0,12</b>	<b>765,3%</b>

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

**11880 Solutions: Bilanz (in Tsd. €)**

	2017	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand+Rentenfonds	6.010	-42,7%	2.180	-57,1%	2.599	12,4%	4.551	60,4%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	9.684	-6,1%	9.340	-3,5%	8.964	-4,0%	8.823	-1,6%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2.115	-8,2%	2.115	0,0%	2.115	0,0%	2.215	0,0%
Steuerforderungen	97	-26,5%	97	0,0%	97	0,0%	97	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>17.906</b>	<b>-22,9%</b>	<b>13.732</b>	<b>-21,1%</b>	<b>13.775</b>	<b>-0,4%</b>	<b>15.685</b>	<b>11,4%</b>
Sachanlagen	1.166	-32,3%	1.200	2,9%	1.200	0,0%	1.400	8,3%
Immaterielle Vermögenswerte	3.555	-40,6%	3.555	0,0%	3.555	0,0%	3.555	0,0%
Firmenwerte	3.489	0,0%	3.489	0,0%	3.489	0,0%	3.489	0,0%
Latente Steuern	26	n.m.	26	0,0%	26	0,0%	26	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	4	100,0%	4	0,0%	4	0,0%	4	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>8.240</b>	<b>-26,4%</b>	<b>8.274</b>	<b>0,4%</b>	<b>8.274</b>	<b>0,0%</b>	<b>8.474</b>	<b>1,2%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>26.146</b>	<b>-24,1%</b>	<b>22.406</b>	<b>-14,3%</b>	<b>22.349</b>	<b>-0,3%</b>	<b>24.059</b>	<b>7,7%</b>
<b>Passiva</b>								
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.	-4.986	n.m.	-5.319	-6,7%	-3.102	41,7%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-37.218	-34,5%	-37.218	0,0%	-37.218	0,0%	-37.218	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>13.952</b>	<b>-40,6%</b>	<b>8.966</b>	<b>-35,7%</b>	<b>8.633</b>	<b>-3,7%</b>	<b>10.850</b>	<b>25,7%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	176	-27,6%	180	2,3%	184	2,0%	187	2,0%
Übrige Rückstellungen	139	-76,6%	145	4,2%	151	4,0%	157	4,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	472	-27,3%	492	4,2%	511	4,0%	532	4,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>787</b>	<b>-47,0%</b>	<b>817</b>	<b>3,8%</b>	<b>846</b>	<b>3,6%</b>	<b>876</b>	<b>3,6%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	242	236,1%	252	4,2%	262	4,0%	273	4,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	435	-41,0%	453	4,2%	471	4,0%	490	4,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	5.238	-39,5%	5.458	4,2%	5.476	0,3%	5.000	-8,7%
Abgegrenzte kurzfristige Verbindlichkeiten	5.492	n.m.	6.061	10,4%	6.361	5,0%	6.671	4,9%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>11.407</b>	<b>20,6%</b>	<b>12.224</b>	<b>10,7%</b>	<b>12.570</b>	<b>2,0%</b>	<b>12.434</b>	<b>-4,2%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>26.146</b>	<b>-24,1%</b>	<b>22.406</b>	<b>-14,3%</b>	<b>22.349</b>	<b>-0,3%</b>	<b>24.059</b>	<b>7,7%</b>

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

**11880 Solutions: DCF-Modell**

<b>(in Tsd. EUR)</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Umsatz</b>	41.268,0	43.000,0	44.720,0	46.508,8	47.671,5	
<b>Veränderung in %</b>	-7,7%	4,2%	4,0%	4,0%	2,5%	
<b>EBITDA</b>	-2.297,0	2.115,0	4.352,8	6.092,9	7.790,4	
<b>EBITDA-Marge</b>	-5,6%	4,9%	9,7%	13,1%	16,3%	
<b>EBIT</b>	-10.088,0	-5.160,0	-447,2	2.092,9	4.290,4	
<b>EBIT-Marge</b>	-24,4%	-12,0%	-1,0%	4,5%	9,0%	
<b>NOPLAT</b>	-9.845,8	-5.160,0	-447,2	2.092,9	4.290,4	3.033,3
<b>Reinvestment Rate</b>	59,6%	6,4%	88,2%	-2,9%	-4,5%	10,9%
<b>FCFF</b>	-3.979,8	-4.832,2	-52,7	2.153,2	4.482,1	35.564,9
<b>WACC</b>	8,60%	8,15%	8,14%	8,53%	8,60%	8,60%
<b>Kumuliertes WACC</b>		108,15%	116,95%	126,92%	137,84%	149,69%
<b>Barwerte der FCFF</b>		-4.468,0	-45,1	1.696,5	3.251,7	23.758,7
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>435,2</b>					
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>23.758,7</b>					
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	98,2%					
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>24.193,9</b>					
<b>Netto-Finanzschulden</b>	-5.834,0					
<b>Wert Verlustvortrag</b>	0,0					
<b>Minderheiten</b>	0,0					
<b>Beteiligungen</b>	0,0					
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>30.027,9</b>					
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>1,57</b>					

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

**Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmisbrauchsverordnung (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: **16. August 2018**

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**

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

1. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
2. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
3. 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.
4. 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

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
3. 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, und Jonas Huber**

## 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 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 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.**