

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

ULF VAN LINGERICH
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

Positive Vorzeichen für
kommende Quartale

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,65 € (1,65 €)
Kurs (10.05.2019)	1,48 €
ISIN	DE0005118806
Marktkapitalisierung (Mio. €)	28,2
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	19,1
Marktsegment	Prime Standard
Homepage:	www.11880.com

Kennzahlen und Prognose

	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.	22,0
Kurs/Buchwert	2,52	4,50	4,81	3,95
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	15,9
EV/EBITDA	16,0	9,6	7,2	4,4
EV/Umsatz	0,37	0,72	0,64	0,54
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

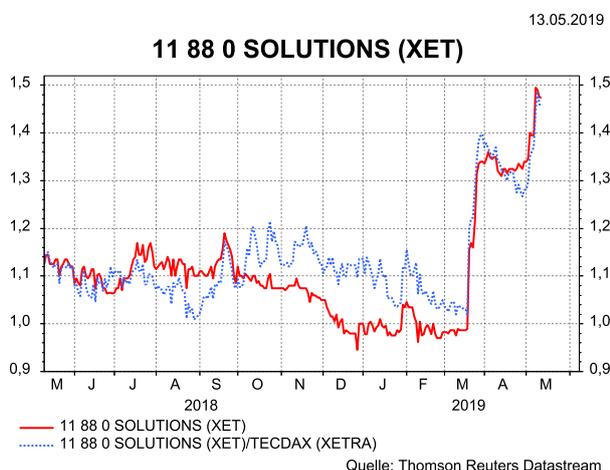
Die 11880 Solutions AG ist auch im Q1'2019 kräftig gewachsen. Der Umsatz legte um 9,4% auf 11,6 Mio. € zu und das EBITDA erreichte 0,8 Mo. € (Vj. 0,1 Mio. €). Wesentlicher Treiber bei Umsatz und EBITDA war das Digitalgeschäft. Aber auch im Segment Auskunft stieg der Umsatz yoy erstmals wieder und zwar um 0,2 Mio. € auf 3,3 Mio. €, während das EBITDA mit 0,1 Mio. € auf Vorjahresniveau lag. Im Segment Auskunft entwickelte sich insbesondere das Call Center Drittgeschäft stark. Der Netto-Cashflow verbesserte sich um 0,8 Mio. € auf -0,6 Mio. €. Saisonal ist das H1 durch erfolgsabhängige Zahlungen belastet. Das kehrt sich im H2 um. Das EPS verbesserte sich auf -0,03 € (Vj. -0,06 €). Die Gesellschaft bestätigte die Guidance für 2019. Wir empfehlen, die Aktie mit Kursziel 1,65 € weiterhin zu kaufen.

Das Digitalsegment wies auch in den ersten Monaten 2019 hohes Kundenwachstum auf. Im April wurden bereits 34.000 zahlende Kunden erreicht, bis Jahresende sollen es 37.000 werden, Ende 2018 waren es 31.300. Kunden. Auch der Gesamtkundenwert zieht weiter an und liegt deutlich über den Erwartungen. Damit setzten diese beiden wichtigen und nachhaltigen Indikatoren den seit 2017 bestehenden Aufwärtstrend fort, was für eine weiterhin positive Geschäftsentwicklung der 11880 Solutions AG spricht.

Im Digitalbereich wird ein neuer Bereich „11880 Professional“ eingerichtet. Key Account Manager sollen hier Kunden mit einem Jahresumsatz von >10.000 € betreuen. 11880 verspricht sich hiervon zusätzliche Impulse für das Umsatzwachstums.

Neuer strategischer Großaktionär ist united vertical media GmbH aus Nürnberg, eine 100% Tochter der Müller Medien GmbH & Co. KG, die einer der größten Verleger von Telefonbüchern und Branchenbüchern in Deutschland ist. Im ersten Schritt hatte united vertical media im März fast das komplette das Paket von GoldenTree Asset Management erworben und einen Anteil von insgesamt 14,76% gemeldet, der Anfang Mai auf 17,43% erhöht wurde.

Mit dem neuen strategischen Großaktionär führt 11880 Gespräche, inwieweit Kooperationsmöglichkeiten bestehen und wie diese umgesetzt werden können.



BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 16.

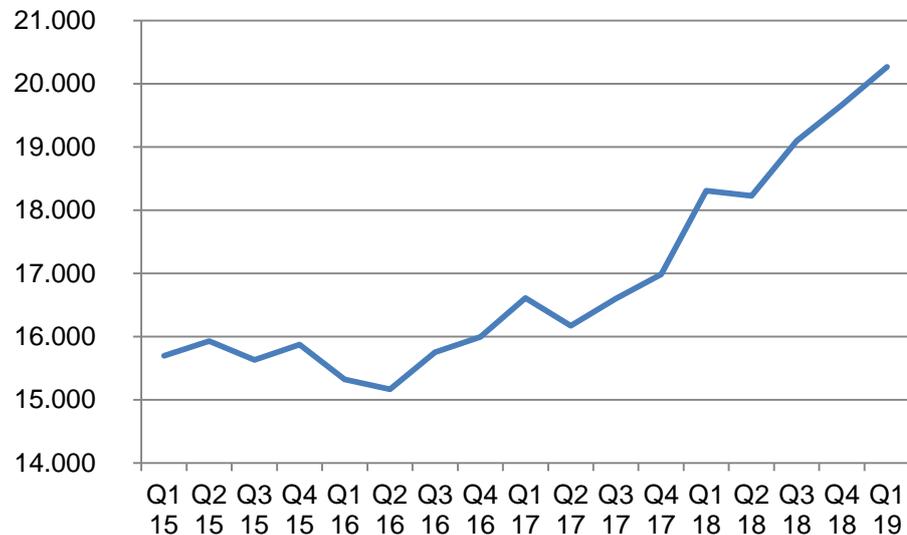
SOLVENTIS BETEILIGUNGEN GMBH, AM ROSENGARTEN 4, 55131 MAINZ; TEL. +49 (0) 6131-4860500
WWW.SOLVENTIS.DE

Topline-Wachstum und Kostendisziplin fördern Profitabilität

Der Konzernumsatz stieg im Q1'2019 ggü. Vj. um 9,4% auf 11,6 Mio. €. Die Umsatzkosten nahmen unterproportional um 0,3 Mio. € auf 6,1 Mio. € zu. Höhere Kosten für Personal und Fremdleistungen sowie den Einkauf von Suchmaschinenwerbung wurden durch reduzierte Abschreibungen und geringere Mietaufwendungen teilweise aufgefangen. Die Vertriebskosten fielen mit 3,6 Mio. € etwas geringer aus als im Vorjahr (3,7 Mio. €). Bei den allgemeinen Verwaltungskosten führten gesunkene Abschreibungen trotz höherer Personalkosten zu einem Rückgang ggü. Vj. um 0,2 Mio. € auf 2,3 Mio. €. Während das Topline-Wachstum anzieht, hilft die strikte Kostendisziplin, die Profitabilität zu erhöhen und Cashflow zu generieren.

Das Konzern-EBITDA verbesserte sich ggü. Vj. um 0,7 Mio. € auf 0,8 Mio. €. Durch die Einführung von IFRS 16 entfällt der Mietaufwand in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen und wandert zum Großteil in die Abschreibungen und zum geringen Teil in den Zinsaufwand. Dieser Effekt macht im EBITDA von 11880 im Q1'19 +0,3 Mio. € aus. Das EAT hat sich ggü. Vj. um 0,7 Mio. € auf -0,5 Mio. € erhöht.

11880 Solutions: Umsatz je Mitarbeiter (in €)



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Der Umsatz je Mitarbeiter konnte im Q1'2019 auf über 20k € gesteigert werden, was für die Vertriebsmitarbeiter spricht. Außerdem hilft das wachsende Volumen von Vertriebskontakten (Leads). Der positive Trend dürfte sich in den kommenden Quartalen fortsetzen.

11880 Solutions: Kundenentwicklung



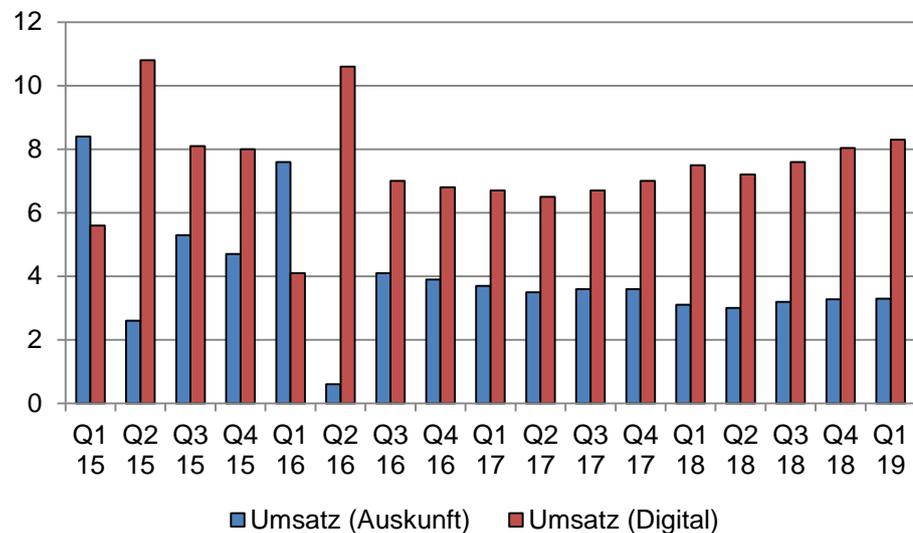
Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Das Kundenwachstum geht unvermindert weiter. Nach Aussage der Gesellschaft wird das Ziel von 37.000 zahlenden Kunden bis Ende 2019 (Ende 2018: 31.300) nach aktuellem Stand sicher erreicht. Der Gesamtkunden ARPA ist mit 940 € im Q1'2019 leicht unter Plan und Vorjahr (991 €). 11880 erklärt dies mit einem geringeren Aufsattpunkt in 2019. Andererseits sorgt das starke Kundenwachstum dafür, dass die Kundenwertentwicklung trotzdem steil nach oben zeigt.

11880 Solutions: Kundenwertentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

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

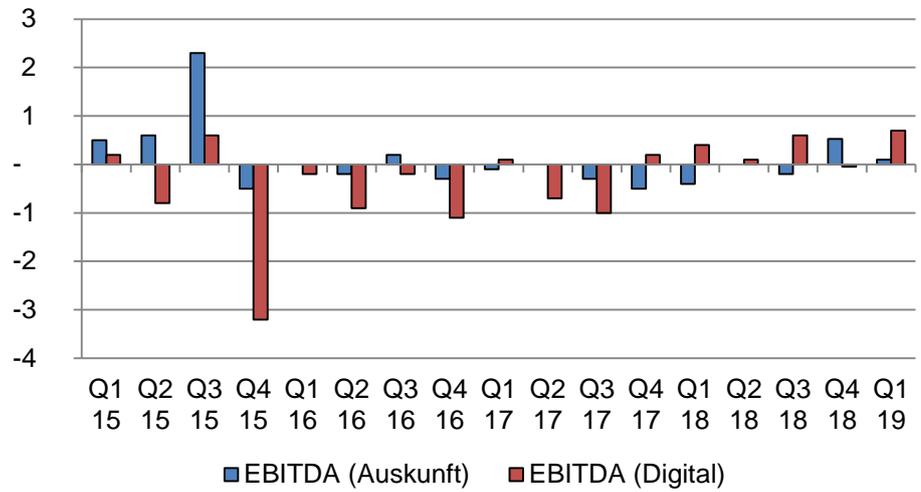
Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Beide Segmente mit Umsatzwachstum und EBITDA positiv

Vor dem Hintergrund steigender Kundenzahlen und einer guten Vertriebsleistung wächst der Umsatz im Segment Digital weiter und erreichte 8,3 Mio. € (Vj. 7,5 Mio. €) im Q1'2019. Damit trägt das Segment 72% zum Konzernumsatz bei. Die Umsatzausweitung ging mit einem positiven EBITDA von 0,7 Mio. € (Vj. 0,0 Mio. €) einher. Während sich das Segment Digital sehr gut entwickelte, war die vielleicht größere Überraschung, dass das Segment Auskunft im Q1'2019 yoy erstmals wieder Umsatzwachstum zeigte.

Zwar ist die klassische Telefonauskunft wie erwartet weiterhin rückläufig. Das konnte durch kräftiges Wachstum im Call Center-Drittgeschäft, in dem 11880 Dienstleistungen für KMUs und große Unternehmen übernimmt, überkompensiert werden. 11880 verzeichnete ein höheres Anrufvolumen bei den bestehenden Kunden und konnte einen neuen Großkunden gewinnen. Weitere Unternehmenskunden sollen akquiriert werden. Insgesamt wuchsen die Telefonie-Stunden im CC-Drittgeschäft um 58% auf 17.400. Alles in allem nahm der Umsatz im Segment Auskunft um 0,2 Mio. € auf 3,3 Mio. € zu, während das EBTIDA mit 0,1 Mio. € auf Vorjahresniveau lag.

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

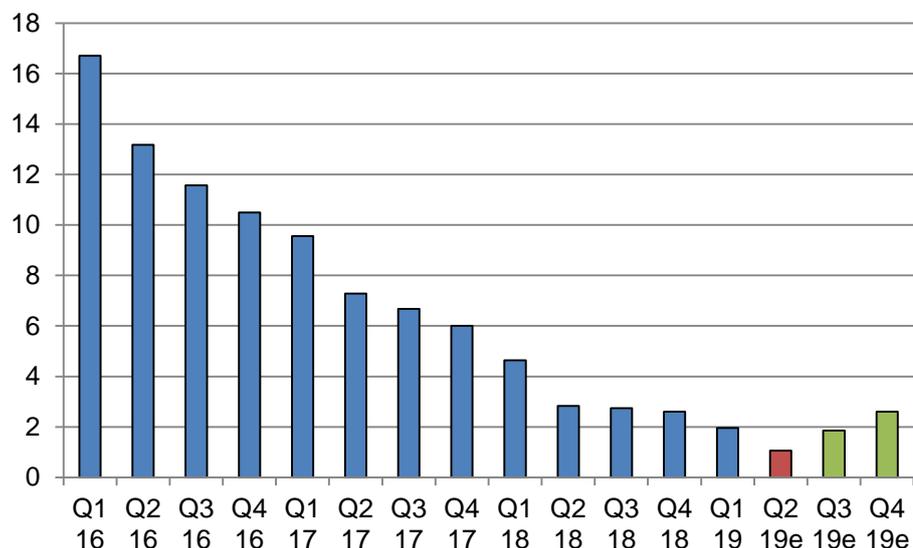


Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Cashburn unterjährig durch Bonuszahlungen

Die Kasse verringerte sich im Q1'2019 um 0,6 Mio. € auf 2,0 Mio. € und damit etwas weniger als erwartet. Der Rückgang korrespondiert mit der Summe aus operativem Cashflow (-0,1 Mio. €), dem um den Verkauf von Fondsanteilen bereinigten Cashflow aus Investitionstätigkeit von -1,0 Mio. € sowie dem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von 0,5 Mio. €. Nach den Planungen der Gesellschaft wird im Q2'2019 (Bonuszahlungen) der Tiefpunkt der Liquidität erreicht, bevor die Kasse im Q3 und Q4 wieder zunimmt und am Jahresende etwa auf dem Niveau des Vorjahres liegen wird (2,6 Mio. €). Für 2020 stellt die Gesellschaft weiterhin einen positiven Cashflow in Aussicht, der mit einer höheren Kasse einhergehen wird.

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



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

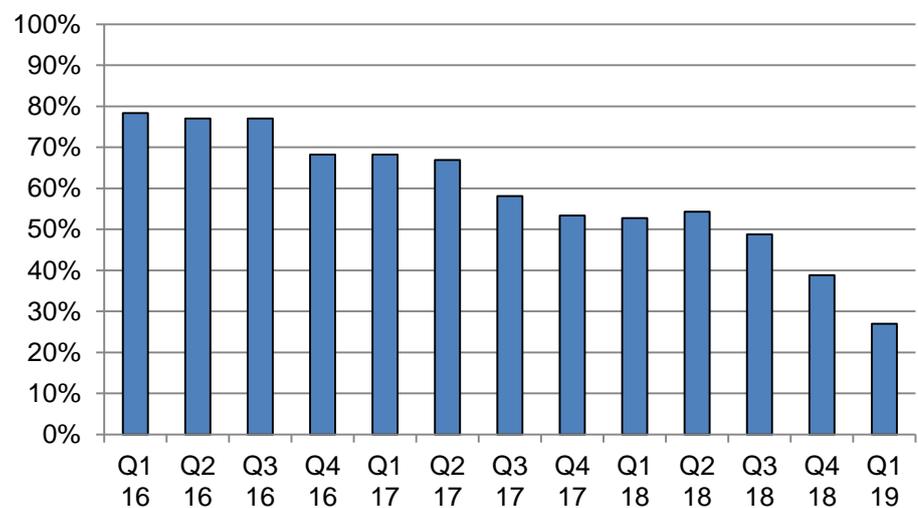
Sollte die Liquidität knapp werden, hat 11880 verschiedene Möglichkeiten um gegenzusteuern:

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

IFRS 16 erhöht Bilanzsumme zulasten der EK-Quote

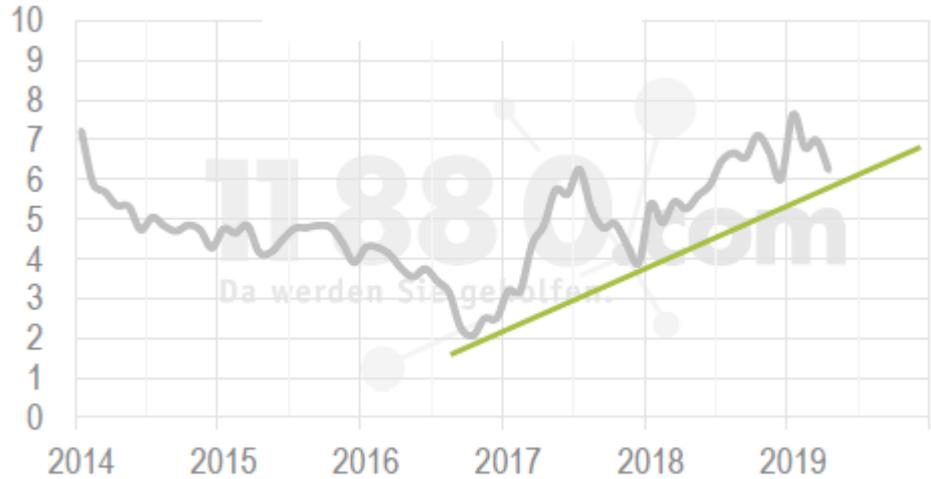
Im ersten Quartal 2019 nahm die Bilanzsumme vor allem wegen der Einführung von IFRS 16 um 5,5 Mio. € auf 25,1 Mio. € zu. Auf der anderen Seite wurde das Eigenkapital durch die Einführung von IFRS 16 mit 0,3 Mio. € und den Verlust im Q1'19 mit 0,5 Mio. € belastet. Die EK-Quote ging von 38,7% Ende 2018 auf 26,9% zum 31.03.2019 zurück. Die Gesellschaft hat nach wie vor keine Bankdarlehen.

11880 Solutions: Eigenkapitalquote*



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

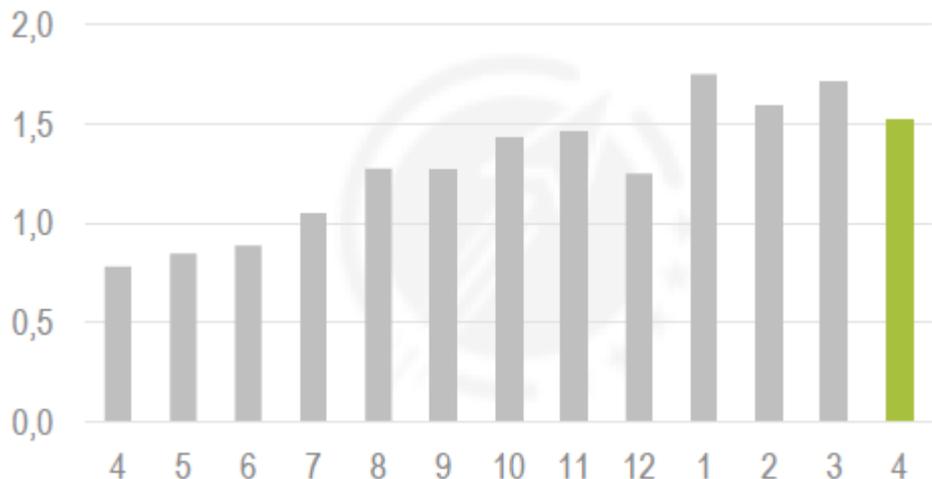
11880 Solutions: Traffic 11880.com mit steigender Tendenz (in Mio.)



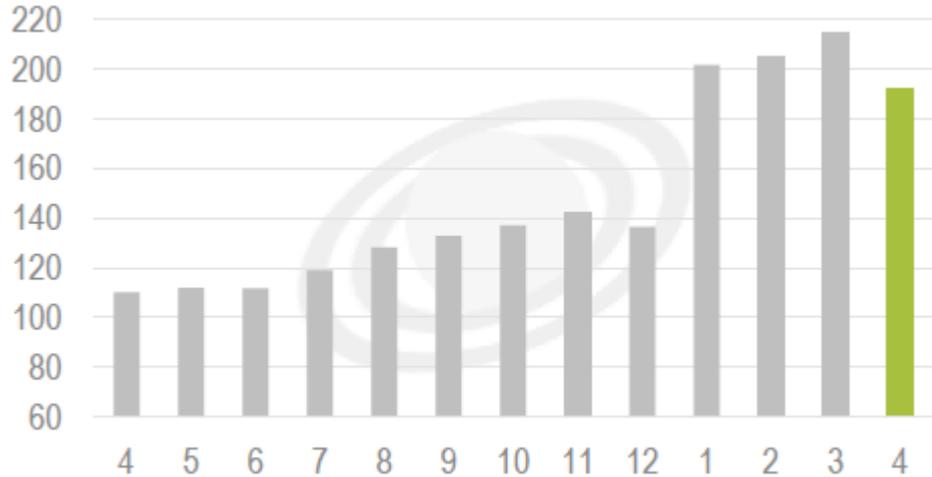
Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Verbraucher haben die 11880.com 2017 und 2018 zum besten Branchenverzeichnis gewählt, entsprechend gut sind die User-Signale. Die Besucherzahlen auf den Fachportalen und „werkenntdenBESTEN.de“ wachsen weiter und übertreffen die Unternehmenserwartungen. Es wird kontinuierlich an der Traffic-Optimierung gearbeitet, da der regelmäßige, unterjährige Wechsel des Google-Algorithmus zu temporären Rückgängen führen kann.

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

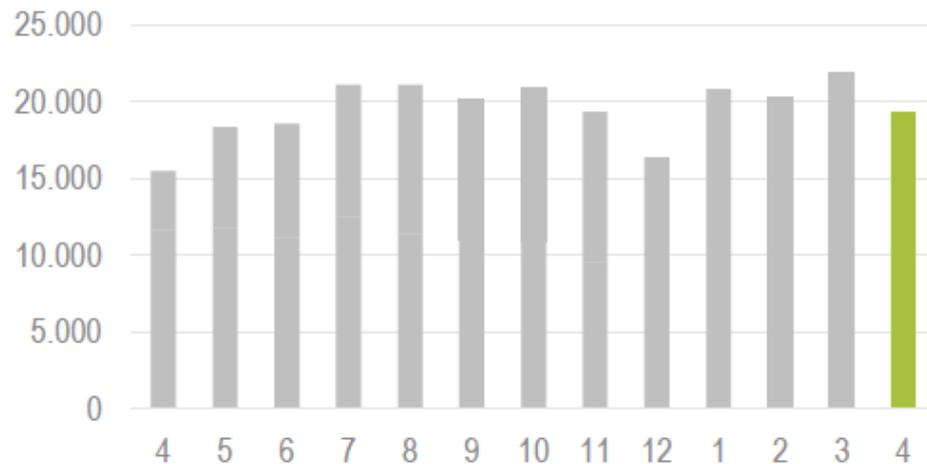


Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

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

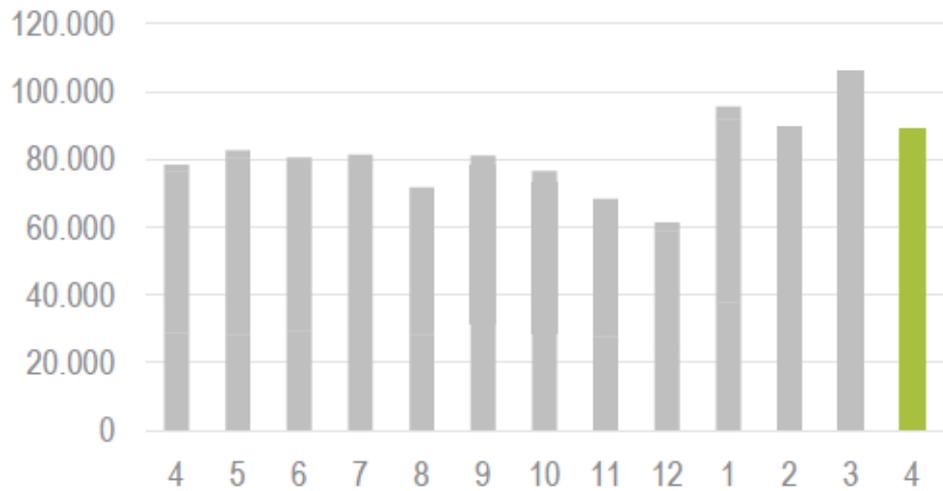
Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Durch die neuen Fachportale „RedlightGuide.com“ und das Mitte Februar live gegangene Jobportal „wirfindenDeinenJob.de“ nahm der Traffic auf den Fachportalen in den ersten Monaten des Jahres sprunghaft zu, Mittlerweile wird in diesem Bereich ein Traffic von über 200k pro Monat erzielt. Der Rückgang im April unter 200k dürfte mit dem neuen Google-Algorithmus zusammenhängen und von temporärer Natur sein.

11880 Solutions: Eingehende Anfragen (Leads), Monatsdaten

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

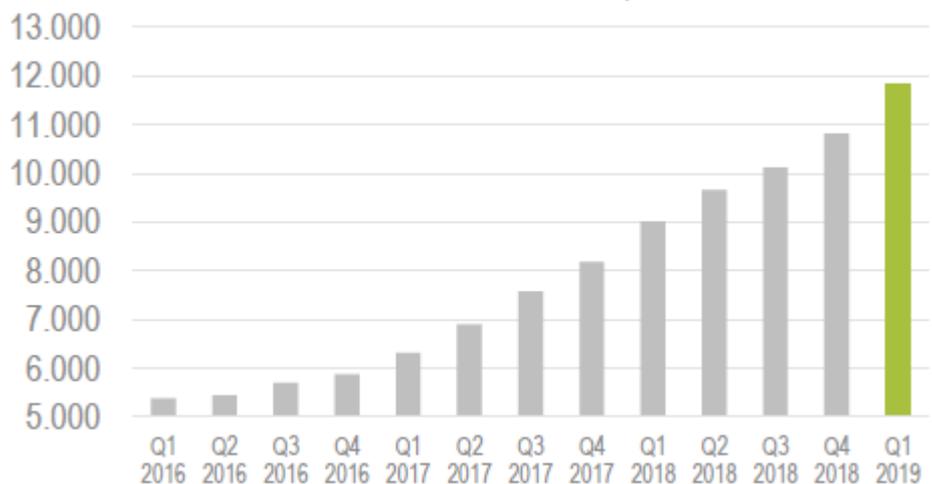
11880 Solutions: Angenommene Anfragen, Monatsdaten



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Die Leads werden kostenfrei und unverbindlich an Bestandskunden (primär) und Nicht-Kunden (sekundär) teilweise mehrfach weitergegeben. Seit Januar werden bereits über 80k Leads angenommen, davon etwa 40k von Bestandskunden. Unternehmen, die bereits von der Leads-Verteilung profitiert haben, können mit einer überraschend hohen Abschlussquote (~3%) zu neuen Kunden konvertiert werden.

11880 Solutions: Kundenbestand Branchen-Fachportale



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Bewertung

Wir hatten bereits in der Studie vom 24.04.2019 die Einführung von IFRS 16 in unser DCF-Modell eingearbeitet. Nach Vorlage der Q1'2019-Zahlen nehmen wir an unserem DCF-Modell keine Änderungen vor. Zwar liegen alle KPIs nach Darstellung des Unternehmens auf oder über Budget. Wir wollen aber abwarten, was im Q2 passiert, bevor wir unsere Schätzungen ggf. anheben. Insoweit sehen wir dem Halbjahresbericht mit positivem Vorzeichen entgegen. Die 11880 Solutions AG hat ihre Guidance für 2019 unverändert belassen: Umsatz 40,3 bis 47,0 Mio. € (Vj. 42,9 Mio. €), EBITDA – inkl. eines IFRS 16 Effekts von 1,0 bis 1,5 Mio. € – 2,0 bis 4,0 Mio. €, Cashflow -1,0 bis 0,0 Mio. €. Kasse 1,6 bis 2,6 Mio. €. Nach den Q1'2019-Zahlen sieht es danach aus, dass zumindest der obere Bereich der Guidance erreicht werden kann.

Da wir zum jetzigen Zeitpunkt keine Änderungen im Modell vornehmen, bleiben der faire Wert und das Kursziel vorerst bei 1,65 € je 11880-Aktie.

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 (Müller Medien) 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
	10.05.19	Währung														
Deutsche Telekom AG	14,91	EUR	32,4	14,0	12,7	5,2	4,9	11,6	10,5	13,8%	14,6%	2,2	2,0	1,6	1,5	5,1%
United Internet AG	34,39	EUR	40,5	13,7	12,1	6,5	5,7	9,2	7,8	17,0%	18,2%	1,6	1,4	1,6	1,4	2,9%
Publicis Groupe SA	51,00	EUR	12,8	10,6	9,7	5,7	5,0	7,4	6,5	16,4%	16,7%	1,6	1,5	1,2	1,1	4,3%
Solocal Group SA	0,83	EUR	-3,6	8,2	7,2	5,8	4,8	18,1	7,3	8,4%	19,2%	-0,7	-0,7	1,5	1,4	0,0%
Scout24 AG	46,36	EUR	26,3	25,9	22,6	17,5	15,1	21,2	17,9	42,3%	44,2%	3,9	3,6	9,0	7,9	1,6%
Stroer SE & Co KGaA	60,75	EUR	-165,6	16,2	14,5	8,3	7,8	17,1	15,5	15,3%	16,0%	4,6	4,1	2,6	2,5	3,1%
Durchschnitt (ungewichtet)			-9,5	14,8	13,1	8,2	7,2	14,1	10,9	18,9%	21,5%	2,2	2,0	2,9	2,6	2,9%
MEDIAN			19,5	13,8	12,4	6,2	5,3	14,3	9,1	15,9%	17,4%	1,9	1,7	1,6	1,5	3,0%
11 88 0 Solutions AG*	1,48	EUR	-6,1	-21,6	-69,3	9,6	7,2	-36,1	-429,7	-2,0%	-0,2%	4,5	4,8	0,7	0,6	0,0%
Abweichung vom Median			-131,5%	-256,0%	-658,6%	55,5%	35,3%	-351,8%	-4798,0%	-112,6%	-100,9%	140,4%	176,3%	-54,4%	-56,3%	-100,0%

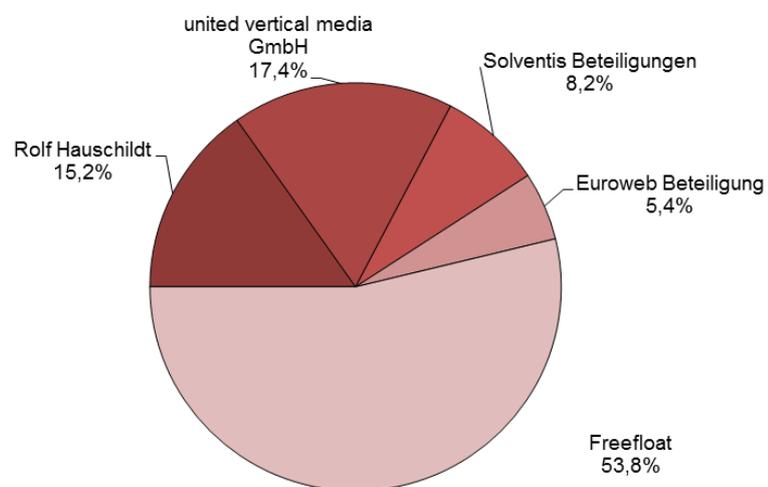
* 11 88 0 Solutions AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen

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 der 11880 Solutions AG. Die Gesellschaft der Müller Medien Group ist zurzeit mit 14,76% an der 11880 Solutions beteiligt. Abgeber war GoldenTree Asset Management (GTAM), die ihre Position von 13,18% auf 0,45% reduzierte. Anfang Mai meldete der neue Großaktionär einen Anteil von 17,43%. 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

- **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-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: **13.05.2019, 09:15 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
24.04.19	1,32	Kaufen	1,65

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 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.