

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

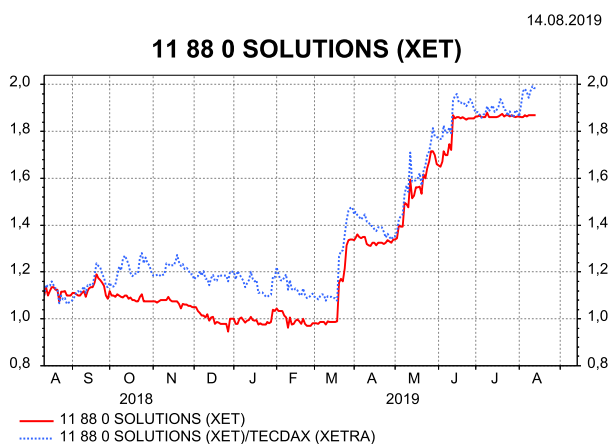
11880 Solutions AG united vertical media GmbH bietet 1,87 € je 11880-Aktie

Angebot ist attraktiv

Kursziel	1,87 € (1,65 €)
Kurs (13.08.2019)	1,87 €
ISIN	DE0005118806
Marktkapitalisierung (Mio. €)	35,7
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.	27,9
Kurs/Buchwert	2,52	5,70	6,10	5,00
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	20,5
EV/EBITDA	16,0	11,8	9,0	5,7
EV/Umsatz	0,37	0,89	0,80	0,70
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%



Seit März diesen Jahres hat die united vertical media GmbH (UVM) aus Nürnberg Aktienpakete der 11880 außerbörslich zu max. 1,87 € je 11880-Aktie gekauft. In diesem Kontext erfolgte mit Blick auf eine wahrscheinliche Überschreitung der 30%-Schwelle ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot) der UVM an die Aktionäre der 11880 Solutions AG zum Erwerb sämtlicher 11880-Aktien gegen Zahlung von 1,87 € je 11880-Aktie. Die Annahmefrist läuft noch bis zum 20.08. Die Weitere Annahmefrist beginnt voraussichtlich am 24.08. und endet am 06.09. Der Angebotspreis entspricht einer Prämie von 34,5% auf den Dreimonats-Durchschnittskurs und einer Prämie von 13,3% auf das Kursziel des letzten Solventis Updates. Im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt UVM 45,46% der 11880-Aktien.

UVM ist ein strategischer Investor, der wie die 11880 das Ziel hat, kleine und mittlere Unternehmen mit Hilfe des Internets erfolgreich(er) zu machen. UVM gehört zu 100% der Müller Medien GmbH & Co. KG, die einer der größten Verleger von Telefonbüchern und Branchenbüchern in Deutschland ist. Es liegt auf der Hand, dass nach Vollzug des Angebots Möglichkeiten einer Zusammenarbeit zwischen UVM und 11880 ausgelotet werden. Es sollten sich Synergien herauskristalisieren, von denen beide Gesellschaften profitieren. Damit könnten sie sich in Deutschland gegenüber internationalen Anbietern wie Google oder Facebook besser behaupten.

Gemäß Angebotsunterlage beabsichtigt UVM keine Strukturmaßnahmen wie BGAV, Squeeze-Out, Delisting oder Downlisting. Es ist keine Integration der 11880 in die UVM geplant. Es könnte so laufen wie bei der börsennotierten Ad Pepper Media International N.V., an der Müller Medien seit Jahren indirekt 41,24% hält und in deren AR sie vertreten ist. Auf der diesjährigen HV der 11880 wurde Michael Amtmann, Geschäftsführer der UVM, in den AR von 11880 gewählt.

Gemäß einer Ad-hoc vom 23.07.19 erwägt 11880 nach Vollzug des Angebots eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlage. Dieser Zehnprozenter ohne Bezugsrecht (1.911.109 neue Aktien) soll allein der UVM zur Zeichnung angeboten werden. Laut Angebotsunterlage sollen davon 28% an verschiedene Investoren weitergereicht werden, die im Vorfeld des Angebots Aktienpakete an die UVM verkauft hatten.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 17.

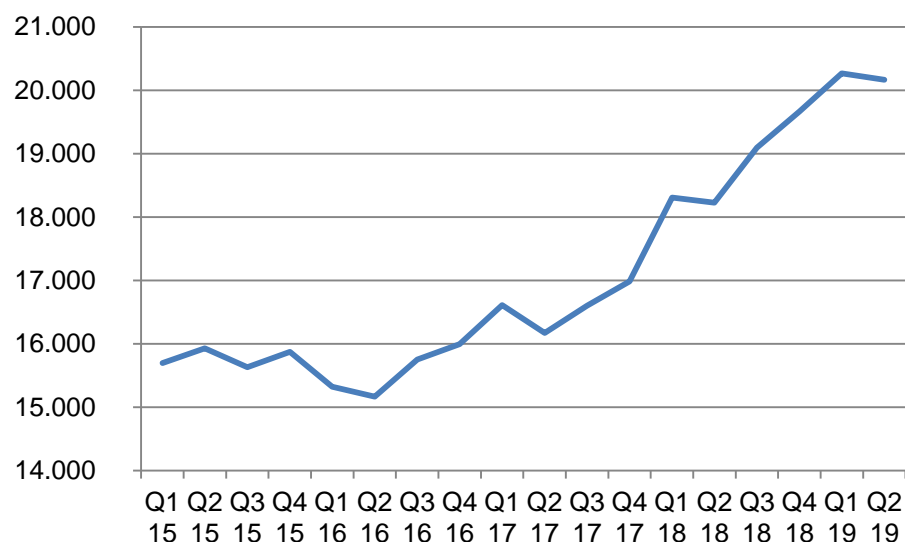
Topline-Wachstum und Kostendisziplin fördern Profitabilität

Der Konzernumsatz stieg im H1'2019 ggü. Vj. um 11,3% auf 23,2 Mio. €. Die Umsatzkosten nahmen um 9,9% auf 12,8 Mio. € zu. Die Umsatzausweitung in beiden Segmenten ging mit höheren Produktionskosten einher. Letzteres zeigt sich auch an den Vertriebskosten, die ggü. Vj. um 14,1% auf 7,4 Mio. € anzogen. Dagegen konnten die allgemeinen Verwaltungskosten unter anderem aufgrund geringerer Overheadkosten (Personal) um 11,5% auf 4,2 Mio. € reduziert werden.

Das Konzern-EBITDA erreichte im H1'2019 1,1 Mio. € (Vj. „schwarze Null“). Dazu trug die Umsetzung von IFRS 16 rund 0,7 Mio. € bei. Das Segment Digital erzielte ein EBITDA von 0,9 Mio. € (Vj. 0,5 Mio. €) und bereinigt um IFRS 16 von 0,4 Mio. €. Im H1'2019 wurde das EBITDA von dem Vertriebs Erfolg und ungeplanten Belastungen (u.a. IT-Infrastruktur) temporär gedrückt. Während der Vertriebsmitarbeiter die Provision sofort erhält, wird sie erst über die Zeit von 11880 verdient. Das Segment Telefonauskunft erwirtschaftete ein EBITDA von 0,2 Mio. € (Vj. -0,5 Mio. €) und bereinigt um IFRS 16 von 53 Tsd. €.

Ab dem Ergebnis vor Steuern ist der Einfluss von IFRS 16 bei der 11880 Solutions AG (kurz 11880 SAG) zu vernachlässigen, da der positive EBITDA-Effekt durch Abschreibungen auf Nutzungsrechte und Zinsaufwendungen für Nutzungsrechte weitgehend neutralisiert wird. Für das H1'2019 wurde ein Periodenverlust nach Steuern von 1,4 Mio. € (EPS -0,07€) nach einem Verlust von 1,8 Mio. € (EPS -0,09€) im Vorjahr ausgewiesen.

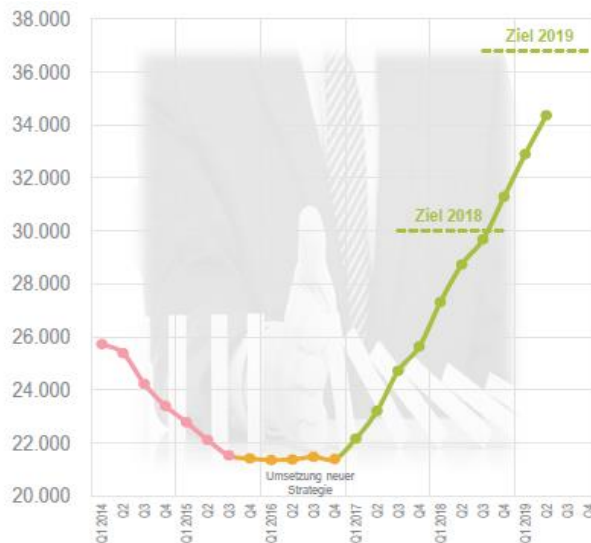
11880 Solutions: Umsatz je Mitarbeiter (in €)



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Der positive Trend beim Umsatz je Mitarbeiter dürfte sich in den kommenden Quartalen fortsetzen.

11880 Solutions: Kundenentwicklung



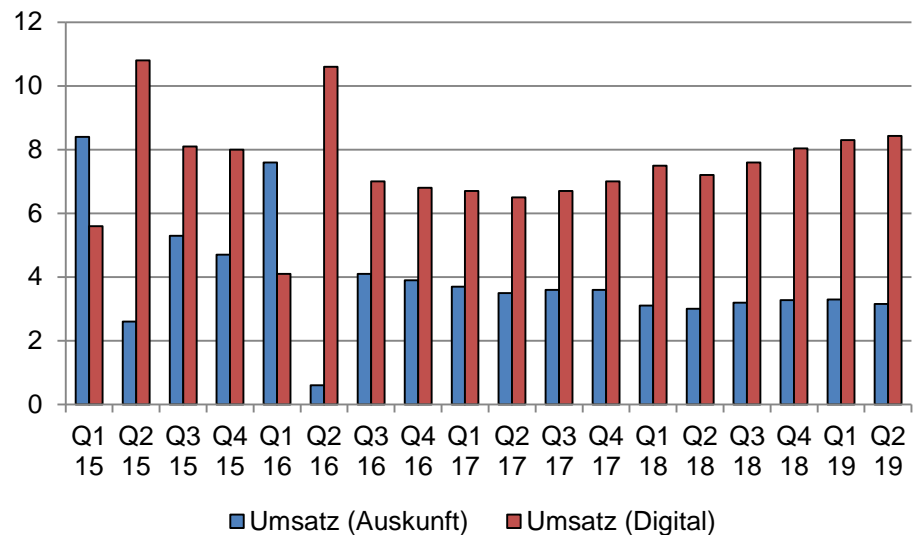
Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Das Kundenwachstum geht unvermindert weiter. Zum 30.06.2019 hatte 11880 gut 35.500 zahlende Kunden (Ende 2018 31.300). Pro Monat sind also rund 700 Kunden dazugekommen. Das Jahresziel von 37.000 sollte also erreicht werden. Der Neukunden ARPA (average revenue per account) lag im H1'2019 bei 660 € (Vj. 729 €) und der Gesamtkunden ARPA bei 935 € (Vj. 987 €). Zugunsten der Neukundenakquise akzeptierte die 11880 SAG im H1'2019 niedrigere Einstiegs-ARPAs. Durch späteres Upselling werden die Bestandskunden veredelt. Das sollte sich im H2'2019 zeigen. Pro Tele Sales (TS) Vollzeitmitarbeiter (FTE) wurde im H1'2019 ein Vertrags-Umsatz (nicht abgegrenzter Umstz) von 8.305 € (Vj. 6.309 €) generiert oder eine Plus von 32%!

11880 Solutions: Kundenwertentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

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

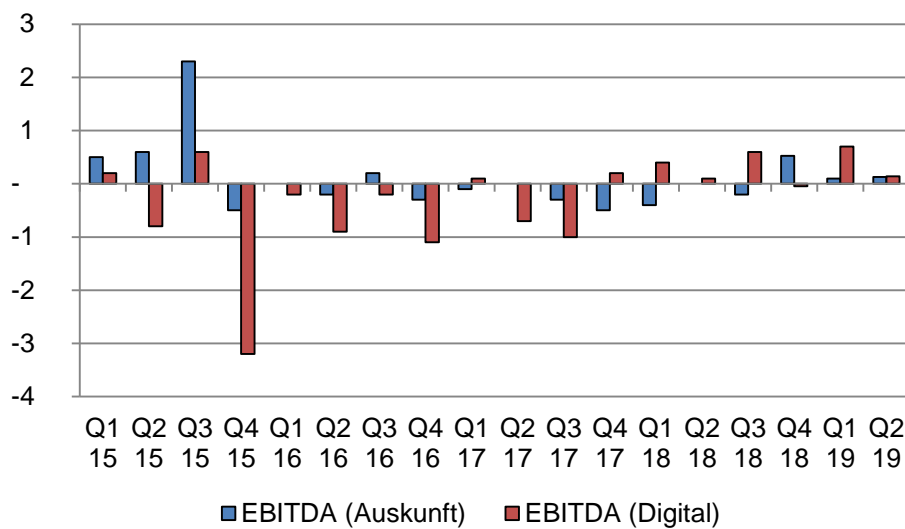
Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Beide Segmente mit Umsatzwachstum und positivem EBITDA

Vor dem Hintergrund steigender Kundenzahlen und einer guten Vertriebsleistung wächst der Umsatz im Segment Digital weiter und erreichte 16,7 Mio. € (Vj. 14,7 Mio. €) im H1'2019. Damit trägt das Segment 72% zum Konzernumsatz bei. Die Umsatzausweitung ging mit einem positiven EBITDA von 0,9 Mio. € (Vj. 0,5 Mio. €) einher. Vor IFRS 16 erreichte das EBITDA 0,4 Mio. €. Die über Plan liegende Vertriebsleistung löste hohe Provisionen aus. Außerdem drückten ungeplante Belastungen u.a. für die IT-Infrastruktur den Gewinn temporär. Während sich das Segment Digital sehr gut entwickelte, war die vielleicht größere Überraschung, dass das Segment Auskunft im H1'2019 ggü. Vj. erstmals wieder Umsatzwachstum zeigte.

Zwar ist die klassische Telefonauskunft wie erwartet weiterhin rückläufig. Das konnte durch kräftiges Wachstum im Call Center-Drittgeschäft, in dem die 11880 SAG Dienstleistungen für KMUs und große Unternehmen übernimmt, überkompensiert werden. Die 11880 SAG verzeichnete ein höheres Anrufvolumen bei den bestehenden Kunden und konnte einen neuen Großkunden gewinnen. Weitere Unternehmenskunden sollen akquiriert werden.

11880 Solutions: EBITDA nach Segmenten (in Mio. €), ab 2019 IFRS 16



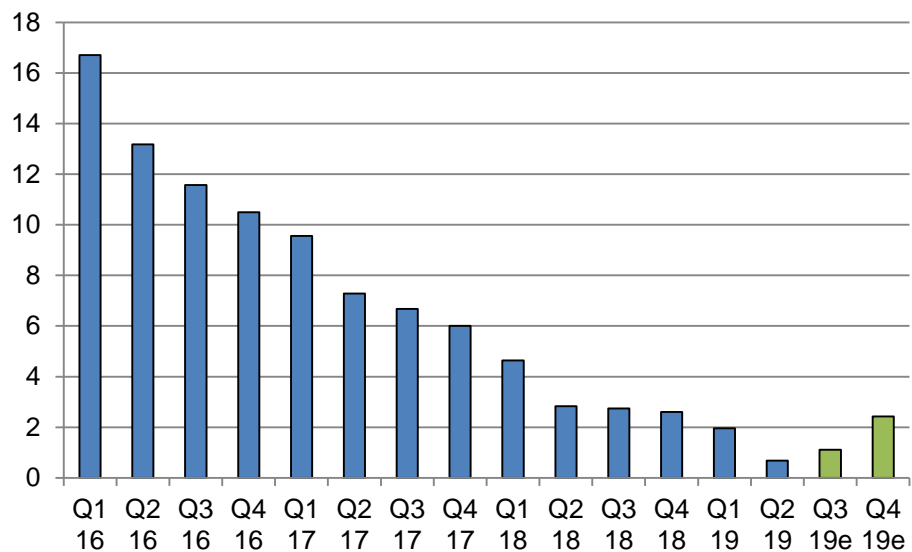
Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Cashburn unterjährig durch Bonuszahlungen

Die Kasse verringerte sich im H1'2019 um 1,8 Mio. € auf 0,8 Mio. €. Der Rückgang korrespondiert mit der Summe aus operativem Cashflow (0,7 Mio. €), dem um den Verkauf von Fondsanteilen bereinigten Cashflow aus Investitionstätigkeit von -2,1 Mio. € sowie dem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von -0,6 Mio. €. Saisonal erreicht die Liquidität aufgrund der Bonuszahlungen im Q2 zur Jahresmitte ihren Tiefpunkt. Im Q3 und mehr noch Q4 nimmt die Kasse wieder zu. Zum Jahresende sollte sie etwa auf dem Niveau des Vorjahres liegen. Für 2020 stellt die Gesellschaft weiterhin einen positiven Cashflow in Aussicht, der mit einer höheren Kasse einhergehen wird.

Im Vorjahr war die Kasse zum Halbjahr noch um 3,2 Mio. € zurückgegangen. Insoweit hat sich der Cashburn um 1,4 Mio. € verbessert. Das Vorjahr war allerdings mit Auszahlungen von 0,8 Mio. € für Restrukturierungsmaßnahmen belastet. Auf bereinigter Basis schwächte sich der Cashburn also um 0,6 Mio. € ab.

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



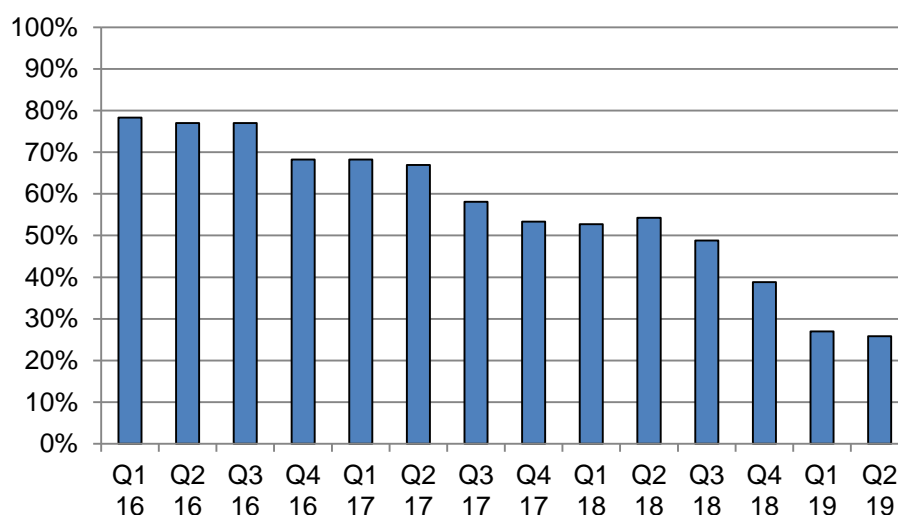
Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

In der Angebotsunterlage steht, dass der Vorstand eine Kapitalerhöhung (KE) in Erwägung ziehen könnte, deren Erlös vorrangig für eine neue IT-Infrastruktur eingesetzt werden würde. Neue Projekte könnten dann zügiger umgesetzt und das Wachstum weiter beschleunigt werden.

IFRS 16 erhöht Bilanzsumme zulasten der EK-Quote

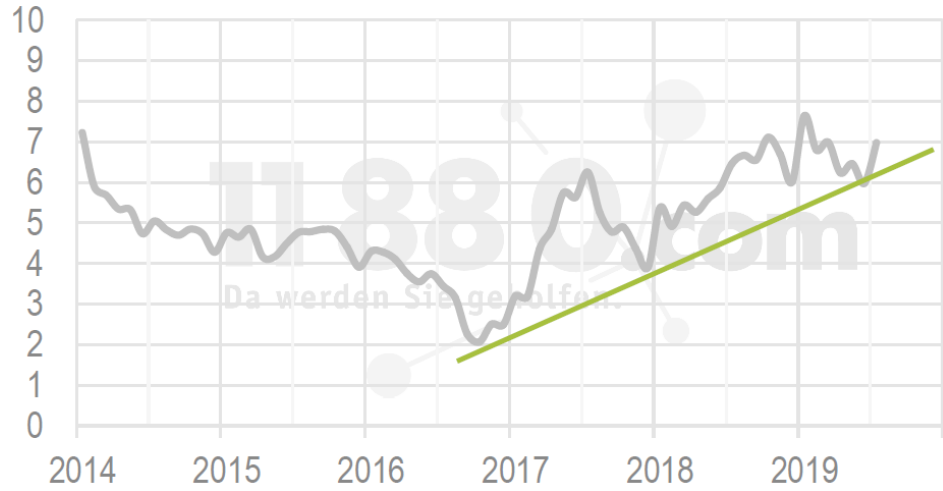
Im ersten Quartal 2019 nahm die Bilanzsumme vor allem wegen der Einführung von IFRS 16 um 5,5 Mio. € auf 25,1 Mio. € zu. Auf der anderen Seite wurde das Eigenkapital durch die Einführung von IFRS 16 mit 0,3 Mio. € und den Verlust im Q1'19 mit 0,5 Mio. € belastet. Die EK-Quote ging von 38,7% Ende 2018 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 vor 2019 an IFRS 16 statt
Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

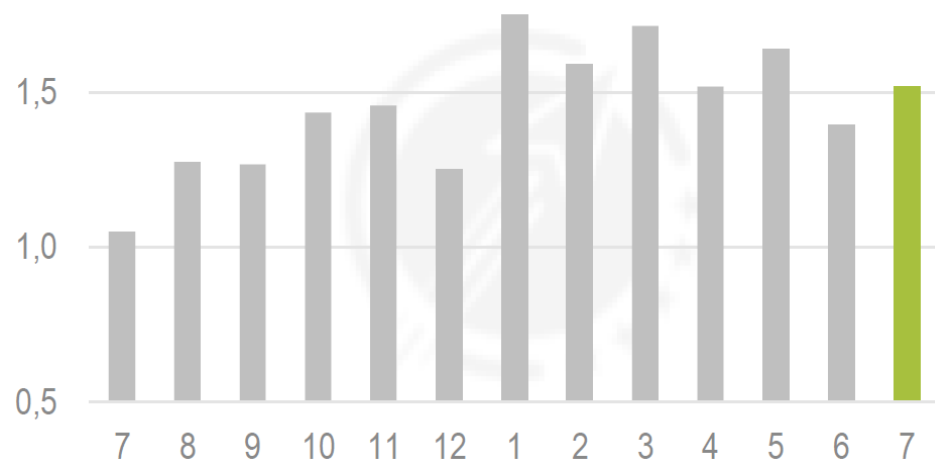
11880 Solutions: Traffic 11880.com mit steigender Tendenz (in Mio.)



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

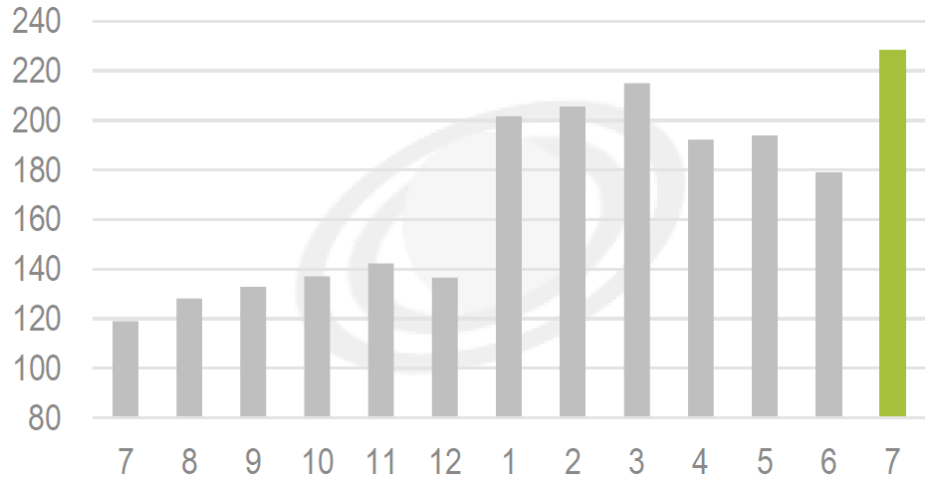
Verbraucher haben die 11880.com im Juni 2019 wie schon 2018 und 2017 zum besten Online-Verzeichnis in der Kategorie Branchenverzeichnis gewählt. Entsprechend gut sind die User-Signale. Die Besucherzahlen auf den Fachportalen und werkenntdenBESTEN.de wachsen weiter. Es wird kontinuierlich an der Traffic-Optimierung gearbeitet, da der regelmäßige, unterjährliche 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

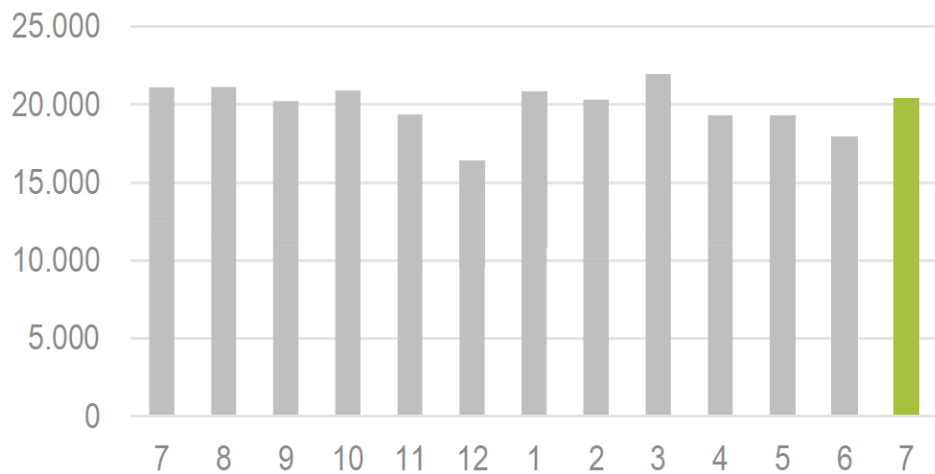
11880 Solutions: Traffic Fachportale nimmt stetig zu (in Tsd.), Monatsdaten



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

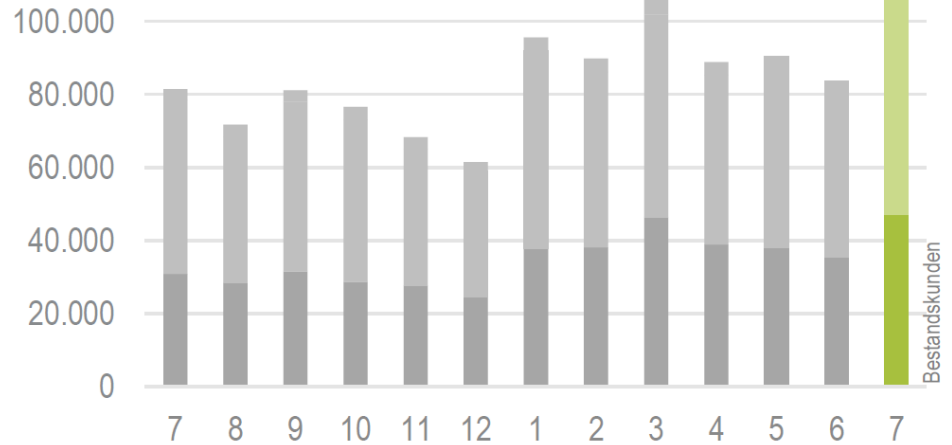
Durch die neuen Fachportale RedlightGuide.com und das Mitte Februar live gegangene Jobportal wirfindenDeinenJob.de nahm der Traffic auf den Fachportalen in den ersten Monaten des Jahres sprunghaft zu. Im Juli 2019 wurde erstmals ein Traffic von über 220k pro Monat verzeichnet. Damit ist die 11880 SAG zurück auf dem Wachstumspfad. Der temporäre Rückgang im Q2 auf < 180k dürfte mit dem neuen Google-Algorithmus zusammenhängen.

11880 Solutions: Eingehende Anfragen (Leads), Monatsdaten



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

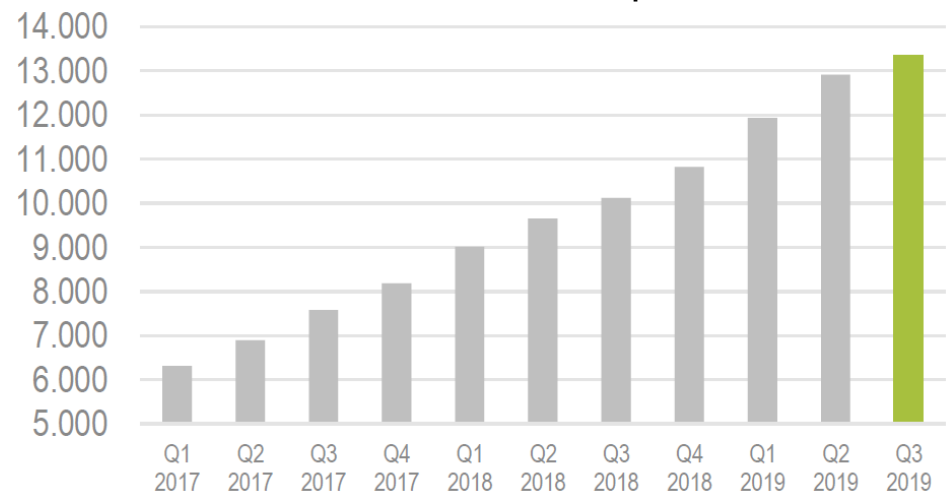
11880 Solutions: Angenommene Anfragen, Monatsdaten



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Die Lead-Beschaffung ist stabil. Es gehen monatlich etwa 15 – 20k eindeutige Anfragen ein, die kostenfrei und unverbindlich an Bestandskunden (primär) und Nicht-Kunden (sekundär) teilweise mehrfach weitergegeben werden. Seit Januar 2019 liegen die angenommenen Leads auf Monatsbasis oberhalb 80k und im März und Juli sogar über 100k. 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

Nach Vorlage der H1'2019-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 Q3 passiert, bevor wir unsere Schätzungen ggf. anheben.

Die 11880 Solutions AG hat ihre **Konzern-Guidance für 2019** unverändert belassen:

Umsatz 40,3 bis 47,0 Mio. € (Vj. 42,9 Mio. €),

EBITDA 2,0 bis 4,0 Mio. € inkl. eines IFRS 16 Effekts von 1,0 bis 1,5 Mio. € (Vj. 1,0 Mio.€ ohne IFRS 16 Effekt)

Cashflow -1,0 bis 0,0 Mio. €, **Kasse** 1,6 bis 2,6 Mio. €.

Nach den H1'2019-Zahlen sieht es so aus, als ob zumindest der obere Bereich der Guidance erreicht werden kann.

Auf Segmentebene sieht die Guidance wie folgt aus:

Segment Digital

Umsatz: 30,0 bis 34,0 Mio. € (Vj. 30,3 Mio. €)

EBITDA: 2,5 bis 3,5 Mio. € (Vj. 1,1 Mio. €)

Segment Telefonauskunft

Umsatz: 10,3 bis 13,0 Mio. € (Vj. 12,6 Mio. €)

EBITDA: -0,5 bis 0,5 Mio. € (Vj. 0,0 Mio. €)

Freiwilliges Übernahmeangebot durch die united vertical media GmbH (UVM)

Durch OTC-Käufe von Aktienpaketen hat die UVM 45,5% des Aktienkapitals der 11880 Solutions AG erworben. Aktuell läuft ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zum Preis von 1,87 € je 11880-Aktie. Die Annahmefrist endet am 20.08.2019, 24:00 Uhr. Die Weitere Annahmefrist endet voraussichtlich am 06.09.2019, 24:00 Uhr.

Vor diesem Hintergrund erhöhen wir unser **Kursziel** für die 11880 Solutions AG-Aktie auf 1,87 €.

Peergroup-Vergleich

Der Peergroup-Vergleich zeigt, dass zweistellige EBIT-Margen in der Branche üblich sind. Das ist bezüglich der Unternehmensgröße zu relativieren. 11880 steht kurz davor, profitabel zu werden und Cash zu generieren. Damit wäre der PoC für das Geschäftsmodell erbracht. Ansonsten ist der Peergroup-Vergleich aufgrund der Verlustsituation bei 11880 wenig hilfreich. Hinzu kommt, dass Wettbewerber wie Gelbe Seiten (u. a. 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
	13.08.19	Währung														
Deutsche Telekom AG	14,59	EUR	32,4	14,1	12,9	5,3	5,0	12,5	11,8	13,5%	13,9%	2,2	2,0	1,7	1,6	5,1%
United Internet AG	27,36	EUR	40,5	11,9	10,5	5,8	5,2	8,8	7,9	16,5%	16,6%	1,2	1,1	1,5	1,3	3,2%
Publicis Groupe SA	42,12	EUR	12,8	8,6	7,9	6,0	5,1	8,2	6,9	16,1%	16,4%	1,3	1,2	1,3	1,1	5,7%
Solocal Group SA	0,72	EUR	-3,6	7,2	6,4	5,4	4,6	15,1	7,4	9,6%	18,5%	-0,6	-0,7	1,4	1,4	0,0%
Scout24 AG	52,05	EUR	26,3	29,5	25,1	19,7	17,0	24,7	20,7	40,8%	43,3%	4,5	4,2	10,1	9,0	1,4%
Stroer SE & Co KGaA	69,90	EUR	-165,6	19,0	17,0	8,9	8,2	19,8	17,3	15,0%	15,9%	5,7	5,4	3,0	2,8	3,1%
Durchschnitt (ungewichtet)			-9,5	15,0	13,3	8,5	7,5	14,8	12,0	18,6%	20,8%	2,4	2,2	3,2	2,9	3,1%
MEDIAN			19,5	13,0	11,7	5,9	5,2	13,8	9,8	15,6%	16,5%	1,8	1,6	1,6	1,5	3,2%
11 88 0 Solutions AG*	1,87	EUR	-6,1	-27,3	-87,9	11,8	9,0	-44,5	-536,4	-2,0%	-0,2%	5,7	6,1	0,9	0,8	0,0%
Abweichung vom Median			-131,5%	-310,6%	-850,5%	99,1%	73,8%	-423,1%	-5554,2%	-112,9%	-100,9%	225,2%	280,2%	-43,2%	-46,4%	-100,0%

* 11 88 0 Solutions AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

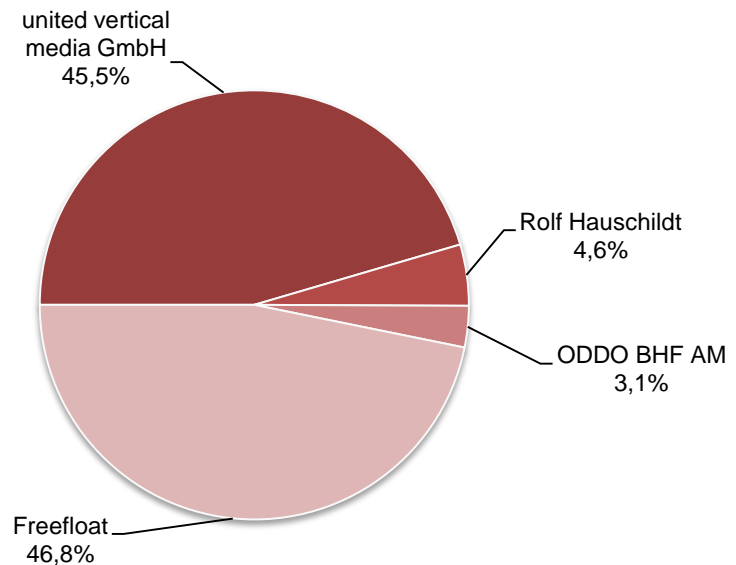
Aktionärsstruktur

Seit dem 19.03.2019 gibt es mit united vertical media GmbH (Müller Medien Group) einen neuen strategischen Investor bei der 11880 SAG. Die Gesellschaft der Müller Medien Group kaufte zwischen März und Juli 2019 von verschiedenen Aktionären Aktienpakete zum Preis von max. 1,87 € je 11880-Aktie und war im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage (23.07.2019) mit 45,46% am Grundkapital der 11880 Solutions beteiligt. Außerdem sind Rolf Hauschildt (4,6%) und ODDO BHF Asset Management (3,1%) mit mehr als 3% beteiligt.

Gemäß einer Ad-hoc vom 23.07.19 erwägt 11880 nach Vollzug des Angebots eine Kapitalerhöhung (KE) gegen Bareinlage. Dieser Zehnprozenter ohne Bezugsrecht (1.911.109 neue Aktien) soll allein der UVM zur Zeichnung angeboten werden. Sofern die UVM davon Gebrauch macht, sollen – gemäß Angebotsunterlage – aus dieser KE 535.111 Aktien an Investoren zum Bezugspreis weiterverkauft werden. Diese Investoren hatten im Vorfeld des Angebots Aktienpakete an UVM verkauft. Es würden 72% der KE bei UVM bleiben und 28% weitergereicht.

Stand 13.08.2019, 9 Uhr hatten 2,18% des Grundkapitals das Übernahmeangebot angenommen.

11880 Solutions: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, 11880 Solutions AG

Kommender Newsflow

- **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 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: **14.08.2019, 9:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **14.08.2019, 10:00 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 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 ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich leicht geändert 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
16.08.18	K. Schlote	Kaufen	1,10 €	1,57 €	12 Monate
05.12.18	K. Schlote	Kaufen	1,05 €	1,41 €	12 Monate
24.04.19	K. Schlote	Kaufen	1,32 €	1,65 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.07.18 - 30.06.19)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	50	92,6%	44	81,5%
Halten	4	7,4%	4	7,4%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	54	100,0%	48	88,9%

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

1. sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
3. waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
4. 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

Klaus Schlote, CEFA-Analyst, Nico Löchner, Junior-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 abgezinsten 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 vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

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