

# mic AG

Germany | Technology | Marktkapitalisierung EUR 50,5 Mio.

2-Dec-21

UPDATE



## Starke Cash-Generierung und GJ-Prognose bestätigt; KAUFEN

### What's it all about?

mic AG hat gestern für ihr Beteiligungsunternehmen – Pyramid Computer GmbH – Details zum Ausblick für 2021 sowie 2022 gegeben. Angesichts der jüngsten Engpässe in der Lieferkette und der Verknappung von Computerchips wurde befürchtet, dass mic / Pyramid nicht in der Lage sein wird, die Prognosen zu erfüllen. Die gestrige Nachricht gab jedoch Anlass zur Zuversicht, dass das Unternehmen bei der Erreichung seiner Ziele auf dem richtigen Weg ist (unteres Ende beim Umsatz / oberes Ende beim EBIT). Aus unserer Sicht spiegelt das Erreichen der Guidance die Widerstandsfähigkeit des Geschäftsmodells von Pyramid wider. Zudem belaufen sich die Barmittel der Pyramid zum Jahresende auf ca. EUR 10 Mio. Trotz reduzierter Schätzungen handelt die mic AG derzeit auf einem attraktiven EV/EBIT-Multiple 2022 von 6.4x. Wir bekräftigen daher unsere KAUFEN-Empfehlung mit einem unveränderten Kursziel von EUR 5,40, basierend auf unserer „adjustierten FCF-yield“-Methode und unterstützt durch unser DCF Model.

### KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 5,40 (5,40)
Aktueller Kurs	EUR 2,72
Kurspotenzial	98,5%



### ANALYST

**Thomas Wissler**

t.wissler@alsterresearch.com  
+49 40 309 293-58

# mic AG

Germany | Technology | Marktkapitalisierung EUR 50,5 Mio. | EV EUR 43,9 Mio.

**KAUFEN** (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 5,40 (5,40)  
**Aktueller Kurs** EUR 2,72  
**Kurspotenzial** 98,5%

**ANALYST**

**Thomas Wissler**  
t.wissler@alsterresearch.com  
+49 40 309 293-58

## Starke Cash-Generierung und GJ-Prognose bestätigt; KAUFEN

**Starke Cash-Generierung und Prognose für 2021 bestätigt** Angesichts der aktuellen Unsicherheiten in Bezug auf Engpässe in der Lieferkette und Chip-Knappheit hat mic einen frischen Einblick in das Beteiligungsunternehmen Pyramid Computer GmbH gegeben. Das Wichtigste dabei ist, dass Pyramid die Umsatz- und Ergebnisprognose für 2021 bestätigt hat - wobei der Umsatz eher am unteren Ende der Spanne liegen sollte, d.h. EUR 58,2 Mio. gegenüber EUR 58-63 Mio. zuvor, und das EBIT wahrscheinlich am oberen Ende, d.h. EUR 5,3 Mio. vor Sondereinflüssen gegenüber EUR 4,9-5,3 Mio. Darüber hinaus dürfte Pyramid bis zum Jahresende eine Netto-Cash-Position von fast EUR 10 Mio. aufgebaut haben - ein klarer Pluspunkt, da die Cash-Generierung von Pyramid ein Schlüsselement bei der Reverse IPO-Transaktion war. Zudem spiegelt das verbesserte Margenniveau auch die Fähigkeit des Unternehmens wider, potenzielle Preiserhöhungen an Kunden weiterzugeben, und unterstreicht damit die Preissetzungsfähigkeit des Unternehmens.

**Zur Erinnerung.** Pyramid wurde über eine komplexe Reverse IPO-Struktur erworben und stellt seit 2021 die Kernbeteiligung der mic AG dar. Altlasten der alten mic im Wert von ca. EUR 2,5 Mio. werden voraussichtlich kurz- bis mittelfristig veräußert. Ebenfalls wird erwartet, dass mic bereits Anfang 2022 in "Pyramid AG" umbenannt wird, was wir als wichtigen psychologischen Pluspunkt ansehen.

**2022 dürfte von starkem Auftragsbestand profitieren** Vor dem Hintergrund eines gut gefüllten Auftragsbuchs bekräftigte Pyramid / mic auch die Prognose für 2022, in der ein Umsatz zwischen EUR 67-71 Mio. (unverändert) und eine EBIT-Marge von mindestens 9% (ebenfalls unverändert) erwartet wird. Das Management hob ebenfalls hervor, dass neue Projekte aus einer Vielzahl von Branchen wie Nahrungsmittel und Einzelhandel, aber auch Travel und Mobility oder dem Gesundheitssektor gewonnen werden konnten. Unseres Erachtens unterstreicht dies einmal mehr, dass Pyramid über ein überzeugendes Produktangebot verfügt und die Fähigkeit besitzt, sich schnell an die Bedürfnisse verschiedener Kundengruppen anzupassen.

- Fortsetzung -

mic AG	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Umsatz	0,1	0,8	0,6	58,5	70,0	87,3
Wachstum yoy	-92,7%	730,3%	-20,6%	9.179,2%	19,7%	24,7%
EBITDA	-1,7	-1,4	-1,0	5,2	6,6	9,2
EBIT	-1,7	-1,4	-1,0	5,0	6,2	8,8
Jahresüberschuss	-4,9	-1,5	-1,2	1,5	3,8	5,7
Nettoverschuldung	-0,0	-0,1	-6,6	-8,6	-10,9	-14,4
Nettoversch./EBITDA	0,0x	0,0x	6,6x	-1,6x	-1,6x	-1,6x
Gewinn pro Aktie	-3,23	-0,93	-0,48	0,08	0,20	0,31
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertagsmarge	100,0%	100,0%	100,0%	30,9%	31,0%	31,0%
EBITDA-Marge	na	-171,7%	-156,8%	8,9%	9,4%	10,6%
EBIT-Marge	na	-180,4%	-156,9%	8,6%	8,9%	10,1%
ROCE	-51,4%	-75,2%	-11,8%	8,3%	9,6%	12,4%
EV/EBITDA	-29,2x	-37,0x	-44,4x	8,1x	6,0x	3,9x
EV/EBIT	-28,9x	-35,2x	-44,4x	8,4x	6,4x	4,1x
KGV	-0,8x	-2,9x	-5,6x	33,4x	13,4x	8,9x
FCF-Rendite	-98,1%	-7,7%	-23,9%	1,6%	4,7%	7,5%

Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch



Quelle: AlsterResearch

**Hoch/Tief 52 W.** 3,70 / 2,27  
**Kurs/Buchwert** 0,8x

### Ticker / Symbols

ISIN DE000A254W52  
WKN A254W5  
Bloomberg M3BK:GR

### Änderung der Prognosen

		Sales	EBIT	EPS
2021E	old	62,5	5,2	0,19
	Δ	-6,3%	-4,2%	-56,1%
2022E	old	72,0	7,4	0,27
	Δ	-2,7%	-16,4%	-24,3%
2023E	old	89,4	9,5	0,34
	Δ	-2,3%	-7,2%	-10,7%

### Aktienkennzahlen

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 18,55  
Buchwert p.A.: (in EUR) 3,29  
Ø Handelsvolumen: (52 W.) 5.000

### Aktionärsstruktur

Frieder Hansen 22,3%  
Niko Hensler 22,3%  
Management 4,0%  
Streubesitz 51,4%

### Unternehmensbeschreibung

Die neue mic ist ein führender Entwickler und Hersteller von IT-Lösungen vornehmlich für den Einzelhandels- und Gaststättenbetrieb. Die Hardware-Lösungen des Unternehmens umfassen u.a. interaktive Kioske, Netzwerk- und Sicherheitsserver

**Faytech-Übernahme auf der Zielgeraden?** Obwohl keine weiteren Details genannt wurden, hält das Management an dem Zeitplan fest, die wichtige M&A-Transaktion bis zum Jahresende abzuschließen. Noch wichtiger ist, dass die verbesserte Liquiditätslage auch bedeutet, dass mic höchstwahrscheinlich in der Lage sein wird, die Barkomponente dieser Transaktion aus eigenen Mitteln zu bezahlen. Eine weitere Kapitalerhöhung zur Finanzierung der Barkomponente scheint somit vom Tisch. Bei einer Konsolidierung zum Jahresanfang 2022 würde der kombinierte Umsatz der Gruppe die Schwelle von 100 Mio. EUR deutlich überschreiten. (Anmerkung: Unsere Schätzungen beinhalten noch keine Konsolidierungseffekte).

**Modellanpassungen** Da wir mit unseren Erwartungen etwas über den Erwartungen des Unternehmens lagen, senken wir nun unsere Schätzungen entsprechend der Guidance. Außerdem berücksichtigen wir in unseren Schätzungen für 2021 M&A-bedingte Einmaleffekte in der Größenordnung von EUR 2-2,5 Mio. (unterhalb der EBIT-Linie / innerhalb der Sondereinflüsse). Folglich reduzieren wir unsere Schätzungen für 2021.

**Fazit** Trotz der reduzierten Schätzungen wird mic mit einem attraktiven EV/EBIT-Multiple von 6,4x gehandelt (2022E). Angesichts der enormen Wachstumsperspektiven und der nachgewiesenen Fähigkeit zur Cash-Generierung ist dieser niedrige Multiple unserer Meinung nach nicht mehr zu rechtfertigen. Im Gegenteil, sobald sich der Staub der komplexen Reverse IPO-Struktur gelegt hat, sollten die Investoren das Augenmerk eher auf die „shareholder value creation“ der neuen mic legen. Wir bekräftigen daher unsere Kaufempfehlung mit einem unveränderten Kursziel von EUR 5,40, basierend auf unserer adjustierten FCF yield-Methode und unterstützt durch unser DCF-Model.

# Investment Case in sechs Grafiken

## Produkte



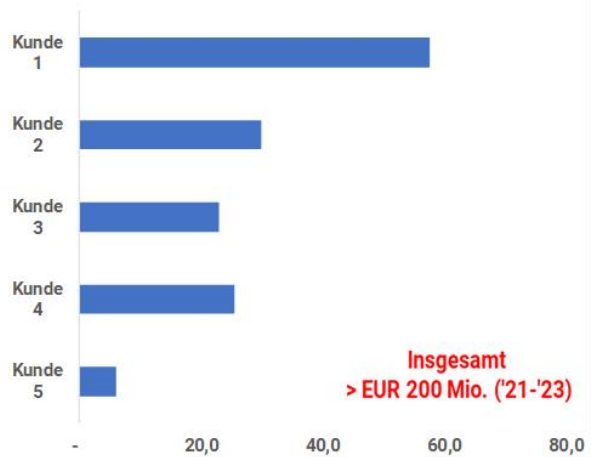
## Konkurrenzübersicht



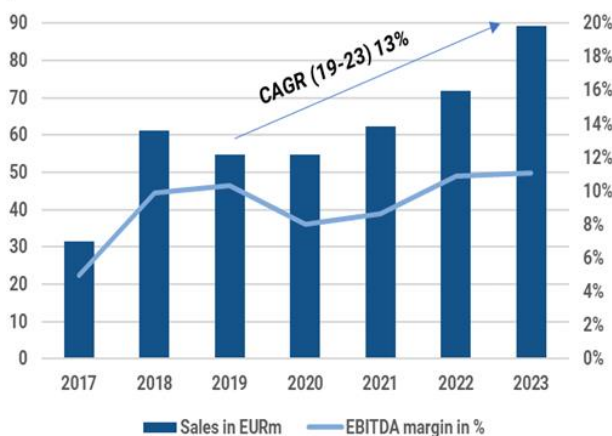
## Großkunden



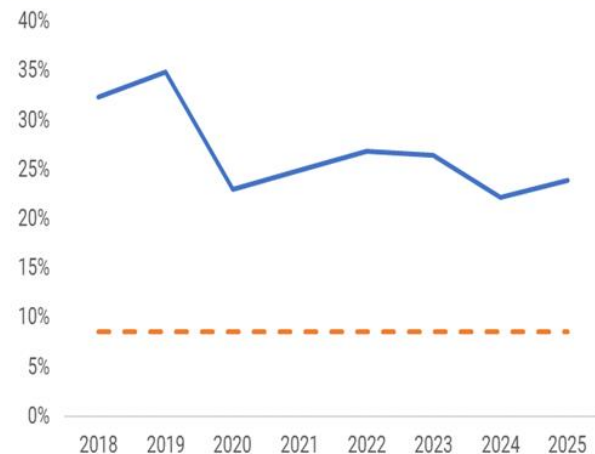
## Anwachsende Projektpipeline ('21-'23) - Top 5 Kunden



## Umsatz und EBITDA Marge Pyramid GmbH



## ROCE vs. WACC Pyramid GmbH



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

# SWOT-Analyse

## SWOT-Analyse

### Stärken

- Maßgeschneiderte Produkte  
> schnelle Anpassung der Produkte auf neue Situationen (best of breed)
- Time-to-market: Von Idee bis zur Umsetzung nur acht Wochen
- Führende Marktposition (installierte Basis) im Bereich digitale Kiosk Systeme
- Hohe Kundenzufriedenheit durch individuelle Zusammenstellung der Produkte
- Hohe Diversifikation
- Agilität und Flexibilität durch schlanke Aufbauorganisation
- Fokus auf das Kernbusiness
- 35 Jahre Branchen- und Technologie-Know-how
- Zusammenarbeit mit renommierten Kunden
- Zertifikate und Auszeichnungen renommierter Unternehmen und Instituten

### Chancen

- Hohes Wachstumspotenzial aufgrund starker Wachstumstrends
- Hohe Innovationskraft
- Ausbau der globalen Expansion
- Mögliche M&A-Aktivitäten
- Durch Zusammenführung mit mic AG neue Strukturierung und Chancen
- Überproportionale Wachstumsfantasie durch Aufbau eigener Vertriebsorganisation

### Schwächen

- Serienproduktion der Konkurrenz könnte effizienter und günstiger sein
- Im Vergleich Herstellung in geringer Stückzahl potenziell mit Kostennachteil
- Geringe Wertschöpfungskette = geringe IP

### Risiken

- Insgesamt hohe Marktrivalität
- Preisdruck durch günstigere Konkurrenten aus zum Beispiel dem asiatischen Raum
- Innovationszwang

Quelle: AlsterResearch



# Bewertung

## DCF Model

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 5,49** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass die mic AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2021-28E bei 9,6% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

**EBIT-Margen.** Das skalierbare Geschäftsmodell sollte bis 2022E EBIT-Margen von 10% ermöglichen, die angesichts der hohen Wettbewerbsqualität aufgrund der geografischen Größe und des Know-hows vertretbar erscheinen. Dementsprechend modellieren wir langfristig EBIT-Margen von ca. 10%.

**WACC.** Das durchschnittliche historische 1-, 3- und 5-Jahres-Aktienbeta beträgt 1,00. Ohne Berücksichtigung des Mean Reversion ergibt sich ein Asset-Beta von 1,10. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und eine Risikoprämie von 6,0% ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 11,1%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einer Steuerquote von 25,0% und einer Zielverschuldung/Eigenkapital von 0,5 langfristiges WACC von 8,6%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Endwert
NOPAT	3,4	4,0	6,0	6,9	7,4	7,1	7,3	7,5	
Abschreibung & Amortis.	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	
Änderung des w/c	-0,7	-2,1	-2,9	-1,5	-1,0	-0,5	-0,5	-0,6	
Änderung Rückstellungen	0,0	0,7	1,0	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	
Capex	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
Cash flow	2,5	2,5	3,8	5,8	6,6	6,6	6,8	7,1	108,6
Barwert (Gegenwartswert)	2,5	2,3	3,2	4,5	4,7	4,4	4,2	3,9	60,4
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%

DCF pro Aktie abgeleitet aus	
Gesamter Barwert	90,1
Adj. Halbjahres-Barwert	93,9
Nettoverschuldung	-6,6
Finanzanlagen	1,5
Rückstellungen	na
Wert des Eigenkapitals	101,9
Anzahl ausstehender Aktien	18,6
<b>Discontierter Cash Flow / Aktie</b>	<b>5,49</b>
<b>Discount / (Prämie)</b>	<b>101,9%</b>

DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Planungshorizont durchsch. Wachstum (2021E - 2028E)	9,6%
Endwert Wachstum (2028E - Unendlichkeit)	2,0%
Endwert ROCE	15,5%
Endwert WACC	8,6%

WACC abgeleitet aus	
Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
Steuersatz	25,0%
Beta	1,00
Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	1,10
Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	0,5
Relevered beta	1,51
Risikoloser Zins	2,0%
Risikoprämie	6,0%
Eigenkapitalkosten	11,1%

<b>Aktienkurs</b>	<b>2,72</b>
-------------------	-------------

Sensitivitätsanalyse DCF		Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		
WACC	1,0%	4,5	4,6	4,8	5,0	5,3	2021E - 2024E	13,9%
	0,5%	4,7	4,9	5,1	5,4	5,7	2025E - 2028E	19,1%
	0,0%	5,0	5,2	5,5	5,8	6,1	Endwert	67,0%
	-0,5%	5,3	5,6	5,9	6,3	6,7		
	-1,0%	5,7	6,0	6,4	6,8	7,4		

Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in Bezug auf geografische Exposition, Größe oder Wettbewerbsstärke selten genügend Ähnlichkeit mit Konkurrenten aufweisen, und um die Fallstricke einer schwachen langfristigen Sichtbarkeit auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows (bereinigter FCF) durchgeführt.

Der bereinigte Free Cash Flow Yield ergibt einen fairen Wert zwischen EUR 4,33 pro Aktie basierend auf 2021E und EUR 8,20 je Aktie basierend auf 2025E Schätzungen.  
**Wir bewerten die mic AG auf Basis des adj. FCF Yields 2022E.**

Die Hauptstellschraube dieses Modells ist die Höhe der Rendite, die einem kontrollierenden Investor zur Verfügung steht, beeinflusst durch die Kapitalkosten dieses Investors (Opportunitätskosten) und dem Kaufpreis - in diesem Fall dem Unternehmenswert des Unternehmens. Hier wird die bereinigte FCF-Rendite als Proxy für die erforderliche Rendite verwendet und ist definiert als EBITDA abzüglich Minderheitsbeteiligungen, Steuern und Investitionen, die zur Erhaltung des vorhandenen Vermögens erforderlich sind (Erhaltungsinvestitionen).

FCF Rendite EUR Mio.	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>EBITDA</b>	<b>5,2</b>	<b>6,6</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>11,0</b>
- Erhaltungsinvestitionen	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Steuerzahlungen	0,7	2,1	2,7	2,8	3,0
<b>= Adjustierter FCF</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>
<b>Aktuelle MarketCap</b>	<b>50,5</b>	<b>50,5</b>	<b>50,5</b>	<b>50,5</b>	<b>50,5</b>
+ Nettoversch. (-cash)	-8,6	-10,9	-14,4	-19,9	-26,2
+ Pensionsverpfl.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Off-B/S Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Fin. Verm.gegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Kumulierte Dividenden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>EV Adjustierungen</i>	-8,6	-10,9	-14,4	-19,9	-26,2
<b>= Richtiger EV</b>	<b>41,9</b>	<b>39,6</b>	<b>36,0</b>	<b>30,5</b>	<b>24,2</b>
<b>Adjustierte FCF-Rendite</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>16,9%</b>	<b>23,1%</b>	<b>31,2%</b>
Basis Hurdle Rate	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
ESG Adjustierung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Adj. Hurdle Rate	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Fairer EV</b>	<b>71,8</b>	<b>67,9</b>	<b>101,6</b>	<b>117,3</b>	<b>126,0</b>
- EV Adjustierung	-8,6	-10,9	-14,4	-19,9	-26,2
<b>Faire MarketCap</b>	<b>80,4</b>	<b>78,8</b>	<b>116,0</b>	<b>137,3</b>	<b>152,2</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	18,6	18,6	18,6	18,6	18,6
<b>Fairer Wert je Aktie EUR</b>	<b>4,33</b>	<b>4,25</b>	<b>6,25</b>	<b>7,40</b>	<b>8,20</b>
<b>Prämie (-) / Discount (+)</b>	<b>59,3%</b>	<b>56,1%</b>	<b>129,8%</b>	<b>172,0%</b>	<b>201,6%</b>

Sensitivitätsanalyse fairer Wert						
	4,0%	6,3	6,1	9,0	10,6	11,6
<b>Adj.</b>	5,0%	5,1	5,0	7,3	8,7	9,6
<b>Hurdle</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>6,3</b>	<b>7,4</b>	<b>8,2</b>
<b>Rate</b>	7,0%	3,8	3,7	5,5	6,5	7,2
	8,0%	3,4	3,3	4,9	5,8	6,5

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass die Investoren von den Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis des Investors verlangen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hürde des Modells von 6,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf dem gesamten Leeway ESG-Score können ESG-Anpassungen anwendbar sein. Eine hohe Punktzahl deutet auf ein hohes Bewusstsein für ökologische, soziale oder Governance-Themen hin und kann daher das Gesamtrisiko einer Investition in das Unternehmen senken. Eine niedrige Punktzahl hingegen kann das Risiko einer Investition erhöhen und somit eine höhere erforderliche Hurdle Rate auslösen.**

# Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>58,5</b>	<b>70,0</b>	<b>87,3</b>
Umsatzwachstum	-92,7%	730,3%	-20,6%	9.179,2%	19,7%	24,7%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamumsatz</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>58,5</b>	<b>70,0</b>	<b>87,3</b>
Materialaufwendungen	0,0	0,0	0,0	40,4	48,3	60,2
<b>Bruttogewinn</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>18,1</b>	<b>21,7</b>	<b>27,1</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8
Personalaufwendungen	0,2	0,1	0,2	9,0	10,2	12,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,6	2,0	1,4	4,7	5,7	6,3
<b>EBITDA</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>5,2</b>	<b>6,6</b>	<b>9,2</b>
Abschreibung	0,0	0,1	0,0	0,2	0,4	0,4
EBITA	-1,7	-1,4	-1,0	5,0	6,2	8,8
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>8,8</b>
Finanzergebnis	-3,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-4,9	-1,5	-1,2	4,7	5,9	8,4
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	-2,5	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	-4,9	-1,5	-1,2	2,2	5,9	8,4
Steuern	0,0	-0,0	0,0	0,7	2,1	2,7
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-4,9	-1,5	-1,2	1,5	3,8	5,7
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-4,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,8</b>	<b>5,7</b>
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	-4,9	-1,5	-1,2	1,5	3,8	5,7
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	1,53	1,62	2,44	18,55	18,55	18,55
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>-3,23</b>	<b>-0,93</b>	<b>-0,48</b>	<b>0,08</b>	<b>0,20</b>	<b>0,31</b>

Profit and loss (common size)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Gesamumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Materialaufwendungen	0%	0%	0%	69%	69%	69%
<b>Bruttogewinn</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0%	0%	0%	1%	1%	1%
Personalaufwendungen	195%	17%	27%	15%	15%	14%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.714%	255%	230%	8%	8%	7%
<b>EBITDA</b>	<b>-1.809%</b>	<b>-172%</b>	<b>-157%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>
Abschreibung	17%	9%	0%	0%	1%	0%
EBITA	-1.826%	-180%	-157%	9%	9%	10%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>-1.826%</b>	<b>-180%</b>	<b>-157%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>
Finanzergebnis	-3.326%	-9%	-31%	-1%	-0%	-0%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-5.151%	-190%	-188%	8%	8%	10%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	-4%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	-5.151%	-190%	-188%	4%	8%	10%
Steuern	1%	-0%	0%	1%	3%	3%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-5.152%	-190%	-188%	3%	5%	7%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-5.152%</b>	<b>-190%</b>	<b>-188%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>	<b>-5.152%</b>	<b>-190%</b>	<b>-188%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch



Bilanz (in EUR Mio.)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Goodwill	0,0	0,0	0,0	37,0	37,0	37,0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	0,0	0,0	0,0	1,0	1,1	1,3
Finanzielle Vermögenswerte	2,0	1,7	1,5	0,0	0,0	0,0
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>38,0</b>	<b>38,1</b>	<b>38,3</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	13,0	15,6	19,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,9	0,7	1,1	4,2	5,0	6,2
Sonstiges Umlaufvermögen	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
Barmittel	0,0	0,1	6,6	13,6	15,9	19,4
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>7,6</b>	<b>31,2</b>	<b>36,9</b>	<b>45,5</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>3,9</b>	<b>2,4</b>	<b>9,1</b>	<b>69,2</b>	<b>75,0</b>	<b>83,8</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>3,1</b>	<b>1,5</b>	<b>8,0</b>	<b>51,8</b>	<b>55,5</b>	<b>61,2</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	0,0	0,0	0,0	5,0	5,0	5,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	0,3	0,4	0,3	3,5	4,2	5,2
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>8,5</b>	<b>9,2</b>	<b>10,2</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,0	0,0	5,1	6,1	7,7
Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,5	0,5	0,7	0,7	0,9	1,1
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive Rechnungsabgrenzung	0,0	0,0	0,0	1,5	1,6	2,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>7,3</b>	<b>8,6</b>	<b>10,8</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>3,9</b>	<b>2,4</b>	<b>9,1</b>	<b>67,6</b>	<b>73,4</b>	<b>82,2</b>

Bilanz (common size)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Goodwill	0%	0%	0%	53%	49%	44%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	0%	0%	0%	1%	1%	2%
Finanzielle Vermögenswerte	50%	68%	16%	0%	0%	0%
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>52%</b>	<b>68%</b>	<b>16%</b>	<b>55%</b>	<b>51%</b>	<b>46%</b>
Vorräte	0%	0%	0%	19%	21%	23%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	47%	29%	12%	6%	7%	7%
Sonstiges Umlaufvermögen	0%	0%	0%	1%	1%	1%
Barmittel	0%	3%	72%	20%	21%	23%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>48%</b>	<b>32%</b>	<b>84%</b>	<b>45%</b>	<b>49%</b>	<b>54%</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>78%</b>	<b>64%</b>	<b>88%</b>	<b>75%</b>	<b>74%</b>	<b>73%</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	0%	0%	0%	7%	7%	6%
Rückstellungen für Pensionen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	9%	15%	4%	5%	6%	6%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>9%</b>	<b>15%</b>	<b>4%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0%	0%	0%	7%	8%	9%
Anzahlungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	14%	22%	8%	1%	1%	1%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	2%	2%	2%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>14%</b>	<b>22%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>98%</b>	<b>98%</b>	<b>98%</b>

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Cash flow statement (EUR Mio.)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Jahresüberschuss/Verlust	-4,9	-1,5	-1,2	1,5	3,8	5,7
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	0,0	0,1	0,0	0,2	0,4	0,4
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	1,0
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	-4,9	-1,4	-1,2	1,7	4,9	7,1
Veränderung des Bestands	0,0	0,0	0,0	-2,0	-2,6	-3,8
Veränderung der Lieferung und Leistungen	0,9	1,2	-0,4	0,4	-0,8	-1,2
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	0,0	0,0	0,9	1,0	1,5
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	0,9	1,2	-0,4	-0,7	-2,1	-2,9
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>-4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>
CAPEX	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,6
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-19,5	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	3,7	0,3	0,0	3,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>3,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-16,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-0,4	0,0	-1,6	-15,9	2,3	3,6
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	0,0	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,4	0,0	7,6	10,9	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	0,0	0,0	0,0	7,0	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>7,6</b>	<b>22,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	0,0	0,1	6,0	7,0	2,3	3,6
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>6,1</b>	<b>13,1</b>	<b>15,4</b>	<b>19,0</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Deutschland	0,1	0,8	0,6	58,5	70,0	87,3
Europa (ex Deutschland)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amerika	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Asien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rest der Welt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>58,5</b>	<b>70,0</b>	<b>87,3</b>

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Deutschland	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Europa (ex Deutschland)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amerika	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Asien	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rest der Welt	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	-3,23	-0,93	-0,48	0,08	0,20	0,31
Cash Flow pro Aktie	-2,67	-0,21	-0,65	0,04	0,13	0,20
Buchwert pro Aktie	2,00	0,96	3,29	2,79	2,99	3,30
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Bewertung</b>						
KGV	-0,8x	-2,9x	-5,6x	33,4x	13,4x	8,9x
Kurs/CF	-1,0x	-13,0x	-4,2x	62,4x	21,1x	13,3x
Preis/Buchwert	1,4x	2,8x	0,8x	1,0x	0,9x	0,8x
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF-Rendite (%)	-98,1%	-7,7%	-23,9%	1,6%	4,7%	7,5%
Unternehmenswert/Umsatz	527,4x	63,5x	69,6x	0,7x	0,6x	0,4x
Unternehmenswert/EBITDA	-29,2x	-37,0x	-44,4x	8,1x	6,0x	3,9x
Unternehmenswert/EBIT	-28,9x	-35,2x	-44,4x	8,4x	6,4x	4,1x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	0,1	0,8	0,6	58,5	70,0	87,3
Wachstum Veränderung (%)	-92,7%	730,3%	-20,6%	9.179,2%	19,7%	24,7%
Rohertrag	0,1	0,8	0,6	18,1	21,7	27,1
Rohertragsmarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	30,9%	31,0%	31,0%
EBITDA	-1,7	-1,4	-1,0	5,2	6,6	9,2
EBITDA Marge (%)	-1.808,9%	-171,7%	-156,8%	8,9%	9,4%	10,6%
EBIT	-1,7	-1,4	-1,0	5,0	6,2	8,8
EBIT Marge (%)	-1.825,6%	-180,4%	-156,9%	8,6%	8,9%	10,1%
Jahresüberschuss	-4,9	-1,5	-1,2	1,5	3,8	5,7
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Operativer Cashflow	-4,1	-0,3	-1,6	1,0	2,8	4,2
Investitionen	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,6
Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,1	0,0	0,2	0,4	0,4
Freier Cash Flow	-4,1	-0,3	-1,6	0,6	2,3	3,6
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	0,1	0,0	0,0	37,0	37,0	37,0
Materielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	1,0	1,1	1,3
Eigenkapital	3,1	1,5	8,0	51,8	55,5	61,2
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	0,3	0,4	0,3	8,5	9,2	10,2
Netto-Finanzverbindlichkeiten	-0,0	-0,1	-6,6	-8,6	-10,9	-14,4
w/c Anforderungen	1,9	0,7	1,1	12,0	14,4	18,0
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	-161,4%	-97,3%	-14,7%	2,9%	6,8%	9,3%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	-51,4%	-75,2%	-11,8%	8,3%	9,6%	12,4%
Nettoverschuldung	-0,6%	-4,3%	-81,8%	-16,5%	-19,6%	-23,6%
Nettoverschuldung / EBITDA	0,0x	0,0x	6,6x	-1,6x	-1,6x	-1,6x

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

## Interessenskonflikte

Gemäß § 85 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) muss ein Analysebericht auf mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem analysierten Unternehmen hinweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere dann vermutet, wenn die SRH AlsterResearch AG:

- (1) oder ihre Tochtergesellschaft(en) (entweder als eigene Einheit oder als Teil eines Konsortiums) innerhalb der letzten zwölf Monate die Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens erworben hat,
- (2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung des Rechercheberichts getroffen hat,
- (3) oder ihre Tochtergesellschaft(en) innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Investment-Banking-Dienstleistungen getroffen oder Dienstleistungen oder ein Leistungsversprechen im Rahmen der Laufzeit einer solchen Vereinbarung erhalten haben,
- (4) oder deren Tochtergesellschaft(en) a) 5% oder mehr des Aktienkapitals des analysierten Unternehmens hält oder b) das analysierte Unternehmen 5% oder mehr des Aktienkapitals der SRH AlsterResearch AG oder deren Tochtergesellschaft(en) hält,
- (5) oder seine Tochtergesellschaft(en) eine Netto-Long (a)- oder eine Netto-Short (b)-Position von mindestens 0,5% des ausstehenden Aktienkapitals des analysierten Unternehmens oder seiner Derivate hält,
- (6) oder ihre verbundene(n) Gesellschaft(en) ein Market Maker oder Liquiditätsanbieter in den Finanzinstrumenten des Emittenten ist,
- (7) oder der Analyst andere bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten im Interesse des analysierten Unternehmens oder einen bedeutenden Interessenkonflikt in Bezug auf den Emittenten,
- (8) Der Recherchebericht wurde dem Unternehmen vor seiner Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden nur noch faktische Änderungen an dem Bericht vorgenommen.

Interessenkonflikte, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Research-Berichts bestanden:

Unternehmen	Disclosure
mic AG	2

# Haftungsausschluss

**1. Allgemeine Informationen/Haftung** Dieses Dokument wurde von der SRH AlsterResearch AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverarbeitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von SRH AlsterResearch zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch SRH AlsterResearch erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrungen mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des „Financial Services and Markets Act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)“ in der jeweils gültigen Fassung fallen: oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden. In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und dies zu beachten. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebots für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potentielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

**2. Verantwortlichkeiten** Dieser Recherchebericht wurde von dem auf der Titelseite genannten Rechercheanalysten (der Produzent) erstellt. Der Produzent ist allein verantwortlich für die in diesem Bericht geäußerten Ansichten und Einschätzungen. Der Bericht wurde unabhängig erstellt. Der Inhalt des Rechercheberichts wurde zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten des analysierten Finanzinstruments beeinflusst. Es ist möglich, dass Teile des Rechercheberichts dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken ausgehändigt wurden, ohne dass danach wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

**3. Organisatorische Vorkehrungen** Die SRH AlsterResearch AG hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verteilung des Rechercheberichts zu vermeiden oder entsprechend offen zu legen. Alle Mitglieder der AlsterResearch AG, die an der Erstellung des Rechercheberichts beteiligt sind, unterliegen den internen Compliance-Vorschriften. Kein Teil der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse. Für den Fall, dass ein Research-Analyst oder eine nahestehende Person in einen Interessenkonflikt gerät, ist der Research-Analyst von der Berichterstattung über dieses Unternehmen ausgeschlossen.

**4. Informationen bezüglich der Bewertungsmethoden/Aktualisierung** Die Bestimmung des fairen Wertes pro Aktie, d.h. des Kursziels, und des daraus resultierenden Ratings erfolgt auf der Grundlage der Methode des bereinigten freien Cashflows (adj. FCF) und auf der Grundlage des Discounted-Cashflow - DCF-Modells. Darüber hinaus wird ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die adj. FCF-Methode basiert auf der Annahme, dass Investoren Vermögenswerte nur zu einem Preis (Unternehmenswert) erwerben, bei dem die operative Cashflow-Rendite nach Steuern auf diese Investition ihre Opportunitätskosten in Form einer Hurdle Rate übersteigt. Der Betriebs-Cashflow wird als EBITDA abzüglich Erhaltungsinvestitionen und Steuern berechnet. Im Rahmen des DCF-Ansatzes werden die zukünftigen freien Cashflows zunächst auf der Basis einer fiktiven Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital berechnet, d.h. Zinsen und Tilgungen auf Fremdkapital werden zunächst nicht berücksichtigt. Die Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur erfolgt durch Diskontierung der berechneten freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC), der sowohl die Kosten für Eigenkapital als auch die Kosten für Fremdkapital berücksichtigt. Nach der Diskontierung wird der berechnete Gesamtunternehmenswert um das verzinliche Fremdkapital verringert, um den Eigenkapitalwert zu erhalten. Ausführliche Informationen zu den verwendeten Bewertungsgrundlagen bzw. Methoden und den zugrunde gelegten Annahmen finden Sie unter <https://www.alsterresearch.com>.

Die SRH AlsterResearch AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

**Kaufen:** Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten

**Verkaufen:** Nachhaltiges Abwärtspotential von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

**Halten:** Das Aufwärts-/Abwärtspotential ist begrenzt. Kein unmittelbarer Katalysator sichtbar.

NB: Die Ratings der SRH AlsterResearch AG basieren nicht auf einer Leistung, die "relativ" zum Markt sein wird.

Die Entscheidung über die Wahl der in diesem Dokument analysierten Finanzinstrumente wurde ausschließlich von der SRH AlsterResearch AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der SRH AlsterResearch AG, ob und wann sie eine Aktualisierung dieses Rechercheberichts veröffentlicht, aber im Allgemeinen werden Aktualisierungen regelmäßig, spätestens nach 6 Monaten, erstellt. Eine Sensitivitätsanalyse ist in den ersten Studien des Unternehmens enthalten und wird veröffentlicht.

**5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:**  
2-Dec-21 09:13:06

## 6. Risikohinweise

- Börsenanlagen und Anlagen in Unternehmen (Aktien) sind immer spekulativ und beinhalten das Risiko des Totalverlustes.
- Dies gilt insbesondere in Bezug auf Anlagen in Unternehmen, die nicht etabliert sind und/oder klein sind und keinen etablierten Geschäftsbetrieb und Firmenvermögen haben.
- Aktienkurse können erheblich schwanken. Dies gilt insbesondere bei Aktien, die nur über eine geringe Liquidität (Marktbreite) verfügen. Hier können auch nur geringe Aufträge erheblichen Einfluss auf den Aktienkurs haben.
- Bei Aktien in engen Märkten kann es auch dazu kommen, dass dort überhaupt kein oder nur sehr geringer tatsächlicher Handel besteht und veröffentlichte Kurse nicht auf einem tatsächlichen Handel beruhen, sondern nur von einem Börsenmakler gestellt worden sind.
- Ein Aktionär kann bei solchen Märkten nicht damit rechnen, dass er für seine Aktien einen Käufer überhaupt und/oder zu angemessenen Preisen findet.
- In solchen engen Märkten besteht eine sehr hohe Möglichkeit zur Manipulation der Kurse und der Preise in solchen Märkten kommt es oft auch zu erheblichen Preisschwankungen.
- Eine Investition in Wertpapiere mit geringer Liquidität, sowie niedriger Börsenkapitalisierung ist daher höchst spekulativ und stellt ein sehr hohes Risiko dar.
- Bei nicht börsennotierten Aktien und Papieren besteht kein geregelter Markt und ein Verkauf ist nicht oder nur auf individueller Basis möglich.

**7. Wichtigste Informationsquellen** Ein Teil der für diesen Recherchebericht erforderlichen Informationen wurde vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich dieser Bericht auf öffentlich zugängliche Quellen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und die einschlägige Tagespresse), die als zuverlässig erachtet werden. Die SRH AlsterResearch AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

**8. Zuständige Aufsichtsbehörde** Die SRH AlsterResearch AG steht unter Aufsicht der BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 - 28, 60439 Frankfurt a.M. Dieses Dokument wird im Vereinigten Königreich mit einem MiFID Zweigstellenpass für den EWR und in Übereinstimmung mit den geltenden Anforderungen der FCA verteilt.

**9. Besondere Anmerkungen für Empfänger außerhalb Deutschlands** Dieser Recherchebericht unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Die Verbreitung dieser Informationen in andere Staaten, insbesondere in die USA, Kanada, Australien und Japan, kann durch die in diesem Staat geltenden Gesetze eingeschränkt oder verboten sein.

**10. Sonstiges** Gemäß Artikel 4 Absatz 1 Nr. i der delegierten Verordnung 2016/958 zur Ergänzung der Verordnung 596/2014 des Europäischen Parlaments, weitere Informationen zu Anlageempfehlungen der letzten 12 Monate werden kostenfrei veröffentlicht unter: <https://www.alsterresearch.com>.

## Kontakt

SRH AlsterResearch AG  
Himmelstr. 9  
22299 Hamburg

Tel: +49 40 309 293-52  
Fax: +49 40 556 330-54  
E-Mail: [info@alsterresearch.com](mailto:info@alsterresearch.com)

mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG  
Rottenbacher Straße 28  
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0  
Fax: +49 89 85852-505  
E-Mail: [info@mwbfairtrade.com](mailto:info@mwbfairtrade.com)

Unser Research wird veröffentlicht unter:

## Research

**OLIVER DREBING**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-57  
E-Mail: [o.drebing@alsterresearch.com](mailto:o.drebing@alsterresearch.com)

**HARALD HOF**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.hof@alsterresearch.com](mailto:h.hof@alsterresearch.com)

**KARSTEN RAHLF, CFA**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-54  
E-Mail: [k.rahlf@alsterresearch.com](mailto:k.rahlf@alsterresearch.com)

**KATHARINA SCHLÖTER**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [k.schloeter@alsterresearch.com](mailto:k.schloeter@alsterresearch.com)

**THOMAS WISSLER**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-58  
E-Mail: [t.wissler@alsterresearch.com](mailto:t.wissler@alsterresearch.com)

**DR. OLIVER WOJAHN, CFA**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-58  
E-Mail: [o.wojahn@alsterresearch.com](mailto:o.wojahn@alsterresearch.com)

**ALEXANDER ZIENKOWICZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-56  
E-Mail: [a.zienkowitz@alsterresearch.com](mailto:a.zienkowitz@alsterresearch.com)

## Sales

**MARKUS KÖNIG-WEISS**  
Head of Sales  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [mkw@alsterresearch.com](mailto:mkw@alsterresearch.com)

## Equity Capital Markets / Trading

**KAI JORDAN**  
Member of the Board  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [kjordan@mwbfairtrade.com](mailto:kjordan@mwbfairtrade.com)

**ALEXANDER DEUSS**  
Head of Institutional Sales  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [adeuss@mwbfairtrade.com](mailto:adeuss@mwbfairtrade.com)

**SASCHA GUENON**  
Head of Designated Sponsoring  
Tel: +49 40 360 995 - 23  
E-Mail: [sguenon@mwbfairtrade.com](mailto:sguenon@mwbfairtrade.com)

<b>RESEARCH HUB</b>	<a href="http://www.research-hub.de">www.research-hub.de</a>
<b>BLOOMBERG</b>	<a href="http://www.bloomberg.com">www.bloomberg.com</a>
<b>FACTSET</b>	<a href="http://www.factset.com">www.factset.com</a>
<b>THOMSON REUTERS / REFINITIV</b>	<a href="http://www.refinitiv.com">www.refinitiv.com</a>
<b>CAPITALIQ</b>	<a href="http://www.capitaliq.com">www.capitaliq.com</a>