

## YOC AG

### Q2'2016: Wachstum zieht an

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>4 € (4 €)</b>
Kurs (16.08.2016)	3,14 €
ISIN	DE0005932735
Marktkapitalisierung (Mio. €)	10,34
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	3,29
Homepage:	<a href="http://www.yoc.com">www.yoc.com</a>

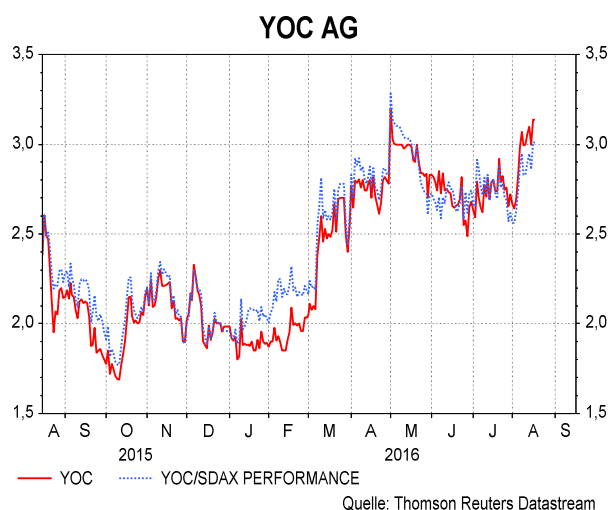
#### Kennzahlen

in Mio. €

	2015*	2016e	2017e	2018e
Umsatz	9,7	11,8	14,5	17,4
EBIT	-1,4	-1,6	-0,7	0,3
EBIT-Marge	-14,2%	-13,3%	-4,9%	1,6%
EBITDA	-1,1	-1,3	-0,4	0,6
EBITDA-Marge	-11,3%	-11,0%	-3,0%	3,2%
Ergebnis je Aktie	-0,46	-0,49	-0,23	0,06
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie	-0,76	-1,11	-1,34	-1,28
KGV	n.m.	n.m.	n.m.	51,0
Kurs/Buchwert	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	33,8
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	16,8
EV/Umsatz	1,00	0,85	0,67	0,53
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

\*inkl. positiver ao-Effekt von 0,75 Mio. €, EBITDA ber.: -1,9 Mio. €

17.08.2016



**YOC veröffentlichte am 12.08. die H1'2016-Zahlen. Das Umsatzwachstum zog im zweiten Quartal mit einem Plus von 29% (Q1'2016: 11%) stark an. Durch die steigenden Umsätze, einer höheren Bruttomarge und konstanter Fixkosten verringerte sich der EBITDA-Verlust im Q2'2016 deutlich auf -276 Tsd. € (Vj. -513 Tsd. €, Q1'2016: -440 Tsd. €). Wir rechnen im zweiten Halbjahr mit einer Fortsetzung des dynamischen Wachstumskurses. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit Kursziel 4 €.**

Treiber für die dynamische Entwicklung war der erfolgreiche Einsatz neuer Produkte (v.a. YOC Understitial Ad) in den Märkten Deutschland, Österreich und Spanien. In Großbritannien konnte der negative Trend noch nicht gestoppt werden. Hier rechnet YOC aber im zweiten Halbjahr mit einer Stabilisierung.

Entscheidend für die Rückkehr zur Profitabilität ist die Verbesserung der Bruttomarge. Durch den Einsatz neuer höhermargiger Produkte kommt YOC hier voran. Die Bruttomarge stieg im Q2'2016 auf 35,5% (Vj. 34,5%). Im H1'2016 lag die Bruttomarge bei 35,0% (Vj.: 33,1%). Mittelfristig strebt YOC eine Bruttomarge von bis zu 40% an.

Die frühzeitige Positionierung im Wachstumsfeld Mobile Programmatic Advertising zahlt sich aus. YOC verzeichnet einen stetigen Anstieg der über programmatische Plattformen gebuchten Werbekampagnen. Der Umsatzanteil liegt bereits bei 25% und wird weiter steigen.

Im April 2016 hat YOC insgesamt rd. 1,0 Mio. € über eine Kapitalmaßnahme und ein Privatdarlehen aufgenommen. Die Mittel ermöglichen YOC Investitionen in Produktentwicklungen, Auslandsmärkte und die Finanzierung des Working Capitals. Mit einer weiteren Kapitalmaßnahme in 2016 rechnen wir nicht.

Für 2016 und 2017 erwarten wir bei YOC weiter abnehmende Verluste. Ab 2018 sollte dann durch Skaleneffekte und höhermargige Produkte die Gewinnschwelle überschritten werden.

YOC positioniert sich als produktbasierter Anbieter im Mobile Advertising. Ein großes Team von Programmierern entwickelt eigene innovative Werbeformate. Dies dürfte die Wettbewerbsposition nachhaltig stärken.

Mobile Werbung wächst stark. YOC als Pure Play ist hierfür hervorragend positioniert. Dies könnte Begehrlichkeiten wecken und YOC zum M&A-Target machen.

## H1'2016: Beschleunigtes Wachstum im zweiten Quartal

YOC steigerte im H1'2016 den Umsatz um rd. 21% auf 5,3 Mio. € (H1'2015: 4,4 Mio. €). Nach einem verhaltenen Start im Q1 mit einem Umsatzplus von 11% zog das Geschäft im Q2 mit +29% auf 3,0 Mio. € deutlich an. Die Treiber hinter dem positiven Wachstum waren die Tochtergesellschaften Deutschland, Österreich und Spanien. In Großbritannien konnte die Talfahrt noch nicht gestoppt werden. Hier rechnet YOC allerdings im zweiten Halbjahr mit einer Stabilisierung.

Die für die Profitabilität von YOC entscheidende Bruttomarge verbesserte sich auf 35,0% (Vj. 33,1%). Im Q2'2016 erreichte die Bruttomarge ein Niveau von 35,5% (Vj. 33,5%).

Der deutliche Umsatzzuwachs wurde mit dem gleichen durchschnittlichen Personalbestand wie im Vorjahr (52 Mitarbeiter) generiert. Insofern stieg der Umsatz je Mitarbeiter um 23,0% auf 101 Tsd. € (Vj. 82 Tsd. €).

Das EBITDA verbesserte sich zum H1'2016 leicht auf -716 Tsd. € (Vj. -869 Tsd. €). Um Sondereffekte aus dem Vorjahr bereinigt, beträgt die EBITDA-Verbesserung 338 Tsd. €. Durch die höheren Umsatzerlöse, der verbesserten Bruttomarge bei einer gleichen Kostenbasis kam es im Q2 zu einer deutlichen Verbesserung des EBITDA auf -276 Tsd. € (Vj. -513 Tsd. €, Q1'2016: -440 Tsd. €). Das Konzernergebnis nach Steuern im H1'2016 verbesserte sich um 183 Tsd. € auf -987 Tsd. € (H1'2016: -1.170 Tsd. €).

## Segmentberichterstattung

YOC unterscheidet in der Segmentberichterstattung nach Regionen:

1. Mittel- und Osteuropa
2. Restliches Europa

In der Region Mittel- und Osteuropa wird die Geschäftstätigkeit der Tochtergesellschaften in Deutschland, Österreich (inkl. Schweiz) und seit dem Q1'2016 Polen zusammengefasst. Zur Region Restliches Europa gehören Großbritannien und Spanien. Frankreich war im Vorjahr noch im Segment Restliches Europa enthalten, schied aber mit der Geschäftseinstellung der YOC France AS zum 31.12.2015 aus der Konsolidierung aus.

Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse der einzelnen Segmente.

### YOC: Segmentberichterstattung H1'2016

in TEUR	Mittel-und Osteuropa (D, AT, PL)			Restliches Europa (UK, ES)			Corporate Functions			Konsolidierung			YOC-Gruppe		
	H1'2016	yoy	H1'2015	H1'2016	yoy	H1'2015	H1'2016	yoy	H1'2015	H1'2016	yoy	H1'2015	H1'2016	yoy	H1'2015
Umsatz	3.652	34,4%	2.718	1.604	-2,2%	1.640	0	0,0%	0	0	0,0%	0	5.256	0,0%	4.358
Innenumsatz	92	27,8%	72	113	1783,3%	6	0	0,0%	0	-205	162,8%	-78	0	0,0%	0
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>3.745</b>	<b>34,2%</b>	<b>2.790</b>	<b>1.717</b>	<b>4,3%</b>	<b>1.646</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>-205</b>	<b>162,8%</b>	<b>-78</b>	<b>5.256</b>	<b>20,6%</b>	<b>4.358</b>
Aktiviere Eigenleistungen	0	0,0%	0	0	0,0%	0	90	-34,8%	138	0	0,0%	0	90	-34,8%	138
Sonstiger betr. Ertrag	219	116,8%	101	13	-35,0%	20	386	-34,7%	591	-395	84,6%	-214	223	-55,2%	498
<b>Gesamtleistung</b>	<b>3.963</b>	<b>37,1%</b>	<b>2.891</b>	<b>1.731</b>	<b>3,8%</b>	<b>1.667</b>	<b>476</b>	<b>-34,7%</b>	<b>729</b>	<b>-601</b>	<b>105,1%</b>	<b>-293</b>	<b>5.569</b>	<b>11,5%</b>	<b>4.994</b>
Materialaufwand	2.471	33,9%	1.846	1.185	1,0%	1.173	0	0,0%	0	-240	135,3%	-102	3.416	17,1%	2.917
Personalaufwand	728	33,8%	544	474	-11,9%	538	724	-18,6%	889	0	0,0%	0	1.925	-2,4%	1.972
Sonstiger betr. Aufwand	445	78,0%	250	406	32,7%	306	432	-29,1%	609	-339	79,4%	-189	943	-3,3%	975
<b>EBITDA</b>	<b>320</b>	<b>27,5%</b>	<b>251</b>	<b>-334</b>	<b>-4,8%</b>	<b>-351</b>	<b>-680</b>	<b>-11,6%</b>	<b>-769</b>	<b>-22</b>	<b>2100,0%</b>	<b>-1</b>	<b>-716</b>	<b>-17,6%</b>	<b>-869</b>

Quelle: YOC, Solventis Research

Die Region Mittel-und Osteuropa war im ersten Halbjahr 2016 der Umsatztreiber von YOC. Im Vergleich zum Vorjahr stiegen die Umsatzerlöse in Deutschland, Österreich und Polen um 34% gegenüber dem Vorjahr auf 3.652 Tsd. €. Das EBITDA stieg auf 320 Tsd. € (Vj. 251 Tsd. €). Das entspricht einer schwächeren EBITDA-Marge von 8,8% (Vj. 9,2%). Grund für die etwas schwächere Margenentwicklung waren Anlaufverluste der Mobile Performance Marketing Unit sowie der Aufbau des neuen Standortes in Polen.

Die Region Restliches Europa wird von der anhaltenden Schwäche in Großbritannien geprägt. Die eingeleiteten Maßnahmen (Personalwechsel, Repositionierung) haben bisher noch nicht gegriffen. Hier rechnet YOC aber mit einer Stabilisierung im zweiten Halbjahr. Spanien entwickelt sich hingegen positiv (106% Umsatzwachstum), wenngleich von einem niedrigeren Niveau aus. In Summe sanken die Umsatzerlöse in der Region Restliches Europa leicht um 2,2% auf 1.604 Tsd. € (Vj. 1.640 Tsd. €). Das EBITDA verbesserte sich geringfügig auf -334 Tsd. € (Vj. -351 Tsd. €).

### **Bilanz und Cashflow**

Das Eigenkapital von YOC lag zum 30.06.2015 bei -2,9 Mio. € (Q1'2016: -3,0 Mio. €). Die operativen Verluste konnten durch die Mittel aus der Kapitalerhöhung (0,5 Mio. €) kompensiert werden.

Die liquiden Mittel beliefen sich zum 30.06.2016 auf rd. 1,0 Mio. € (Q1'2016: 0,4 Mio. €). Der Anstieg resultiert aus dem Kapitalzufluss im April 2016 von insgesamt rd. 1,0 Mio. € (Bruttoemissionserlös aus Kapitalerhöhung von 0,5 Mio. €, Privatdarlehen über 0,5 Mio. €).

Der operative Cashflow lag im H1'2016 bei -731 Tsd. € und damit deutlich besser als im Vorjahreszeitraum (-1.505 Tsd. €). Der Cashflow aus Investitionstätigkeit bewegte sich mit -127 Tsd. € (H1'2015: -107 Tsd. €) auf einem niedrigen Niveau. Der Investitionsbedarf dürfte auch zukünftig auf einem niedrigen Niveau bleiben. 87 Tsd. € Produktentwicklungskosten wurden aktiviert.

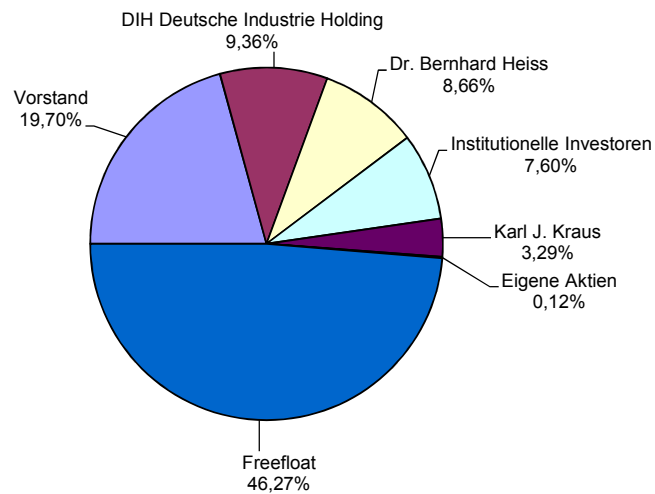
### **Ausblick**

YOC rechnet für 2016 weiterhin mit einem Umsatzplus von rund 20% und einer Verbesserung der operativen Ertragslage. Bei in etwa gleichbleibender Kostenstruktur dürfte dies zu einer Verbesserung der Ergebniszahlen führen. In Summe wird dies aber noch nicht für ein positives operatives Ergebnis reichen. Das Management rechnet für 2016 weiter mit einem negativen Cashflow. Mittelfristig soll der Break-Even erreicht werden.

## Aktionärsstruktur

Größter Aktionär von YOC ist der Unternehmensgründer Dirk Kraus, der knapp 20% hält. Es folgt mit rd. 9,4% der Finanzinvestor DIH Deutsche Industrie Holding aus Frankfurt. Weitere größere Positionen liegen bei Dr. Bernhard Heiss (~8,7%), institutionellen Investoren (~7,6%) und Karl J. Kraus (3,3%; nicht verwandt mit Dirk Kraus). Im Freefloat befinden sich 46,3% der YOC-Aktien.

### YOC: Aktionärsstruktur



Quelle: YOC, Solventis Research

## Bewertung

### Peer-Group-Vergleich

Für den Peer-Group-Vergleich bieten sich die deutschen Digitalagenturen Ad Pepper, SinnerSchrader und Syzygy an. Ströer hat in den vergangenen Jahren den Digitalanteil deutlich erhöht und ist damit der führende Online-Vermarkter in Deutschland geworden. Die norwegische Opera Software (u.a. Hersteller des Opera Browsers) ist über ihre Tochter Opera Media-works der weltgrößte unabhängige Anbieter für Mobile Advertising.

#### YOC: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs 16.08.16	Währung	KGV 2015	KGV 2016e	KGV 2017e	EV/ EBITDA 2016e	EV/ EBITDA 2017e	EV/ EBIT 2016e	EV/ EBIT 2017e	EBITDA- Marge 2016e	EBITDA- Marge 2017e	Kurs/ Buchwert 2016e	Kurs/ Buchwert 2017e	EV/ Sales 2016e	EV/ Sales 2017e
AD PEPPER MEDIA NV	2,47	Euro	-24,7	29,0	21,5	14,7	10,2	16,4	11,3	3,8%	4,4%	3,0	2,7	0,6	0,5
OPERA SOFTWARE ASA	6,70	U.S. Dollar	19,1	31,9	17,9	11,1	8,2	22,6	13,4	14,6%	16,4%	2,6	2,3	1,6	1,4
SINNERSCHRADER AG	5,08	Euro	39,1	18,6	15,1	10,2	8,7	12,6	10,1	11,1%	12,0%	3,4	3,0	1,1	1,0
STROEER SE & CO KGAA	40,64	Euro	21,1	14,4	12,4	9,1	7,6	13,3	10,6	25,4%	26,3%	3,0	2,6	2,3	2,1
SYZYGY AG	11,04	Euro	29,8	26,7	24,5	16,2	13,9	20,2	17,0	12,2%	12,6%	2,7	2,7	2,0	1,8
Durchschnitt (ungewichtet)			16,9	24,1	18,3	12,3	9,7	17,0	12,5	13,4%	14,3%	2,9	2,6	1,5	1,4
MEDIAN			21,1	26,7	17,9	11,1	8,7	16,4	11,3	12,2%	12,6%	3,0	2,7	1,6	1,4
YOC AG	3,14	Euro	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-11,0%	-3,4%	n.m.	n.m.	0,8	0,7
Abweichung vom Median			n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-48,4%	-52,4%

Quelle: YOC, Solventis Research, Thomson Reuters

Die Peer-Unternehmen sind alle profitabel und zeigen YOC, wohin der Weg mittelfristig führen muss.

### DCF-Modell

Wir bewerten die YOC-Aktie mit unserem DCF-Modell.

Die Umsätze lassen wir um 8 - 23% p.a. wachsen. Wir rechnen ab 2018 mit einer positiven EBITDA-Marge von rd. 3%, die in den Folgejahren sukzessive auf ein gutes Niveau von rd. 10% steigen sollte. Auch im Terminal Value setzen wir die EBITDA-Marge auf 10% und liegen damit unter dem Niveau der wesentlichen Peers. Als Beta setzen wir 1,25 an, den risikofreien Zins mit 2,0% und die Marktrisikoprämie mit 5,5%. Für den Terminal Value errechnet sich ein WACC von 8,9%. Die ewige Wachstumsrate setzen wir auf 2,0%. Als fairen Wert erhalten wir 4,05 € je YOC-Aktie.

**Wir empfehlen die YOC-Aktie weiterhin mit einem unveränderten Kursziel von 4 € zum Kauf.**

## YOC: GuV in €

	2015*	yoy	2016e	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>9.734.615,00</b>	<b>7,2%</b>	<b>11.800.000,00</b>	<b>21,2%</b>	<b>14.500.000,00</b>	<b>22,9%</b>	<b>17.400.000,00</b>	<b>20,0%</b>
andere aktivierte Eigenleistungen	229.646,00	-14,4%	175.000,00	-23,8%	200.000,00	14,3%	225.000,00	12,5%
sonstige betriebliche Erträge	1.467.579,00	-43,9%	350.000,00	-76,2%	350.000,00	0,0%	350.000,00	0,0%
Materialaufwand	6.503.885,00	5,4%	7.670.000,00	17,9%	9.280.000,00	21,0%	10.962.000,00	18,1%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>3.230.730,00</b>	<b>-15,0%</b>	<b>4.130.000,00</b>	<b>27,8%</b>	<b>5.220.000,00</b>	<b>26,4%</b>	<b>6.438.000,00</b>	<b>23,3%</b>
<b>Bruttomarge</b>	<b>33,19%</b>	<b>1,1 pp</b>	<b>35,00%</b>	<b>1,8 pp</b>	<b>36,00%</b>	<b>1,0 pp</b>	<b>37,00%</b>	<b>1,0 pp</b>
Personalaufwand	3.921.730,00	3,0%	4.000.000,00	2,0%	4.200.000,00	5,0%	4.410.000,00	5,0%
sonstige betriebliche Aufwendungen	2.110.489,00	-30,7%	1.950.000,00	-7,6%	1.998.750,00	2,5%	2.048.719,00	2,5%
<b>EBITDA</b>	<b>-1.104.264,00</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-1.295.000,00</b>	<b>-17,3%</b>	<b>-428.750,00</b>	<b>66,9%</b>	<b>554.281,00</b>	<b>n.m.</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>-11,34%</b>	<b>0,3 pp</b>	<b>-10,97%</b>	<b>0,4 pp</b>	<b>-2,96%</b>	<b>8,0 pp</b>	<b>3,19%</b>	<b>7,6 pp</b>
Abschreibungen	275.676,00	-10,3%	275.000,00	-0,2%	275.000,00	0,0%	280.000,00	1,8%
<b>EBIT</b>	<b>-1.379.940,00</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-1.570.000,00</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-703.750,00</b>	<b>55,2%</b>	<b>274.281,00</b>	<b>n.m.</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>-14,18%</b>	<b>0,9 pp</b>	<b>-13,31%</b>	<b>0,9 pp</b>	<b>-4,85%</b>	<b>8,5 pp</b>	<b>1,58%</b>	<b>6,4 pp</b>
Zinserträge	470,00	-42,0%	500,00	6,4%	500,00	0,0%	500,00	0,0%
Zinsaufwand	21.268,00	-53,2%	38.000,00	78,7%	50.000,00	31,6%	50.000,00	0,0%
Finanzergebnis	-20.798,00	53,4%	-37.500,00	-80,3%	-49.500,00	-32,0%	-49.500,00	0,0%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>-1.453.407,00</b>	<b>n.m.</b>	<b>-1.607.500,00</b>	<b>-10,6%</b>	<b>-753.250,00</b>	<b>53,1%</b>	<b>224.781,00</b>	<b>n.m.</b>
EBT-Marge	-14,93%	-52,5 pp	-13,62%	1,3 pp	-5,19%	8,4 pp	1,29%	6,5 pp
Steuern	60.632,00	-49,0%	20.374,92	-66,4%	12.663,10	-37,8%	20.000,00	57,9%
Steuerquote	-4,17%	-7,7 pp	-1,27%	2,9 pp	-1,68%	-0,4 pp	8,90%	10,5 pp
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>-1.514.039,00</b>	<b>n.m.</b>	<b>-1.627.874,92</b>	<b>-7,5%</b>	<b>-765.913,10</b>	<b>53,0%</b>	<b>204.781,00</b>	<b>n.m.</b>
Anzahl Aktien zum 16.08.16 (Mio.)	3,29	15,1%	3,29	0,0%	3,29	0,0%	3,29	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (€)</b>	<b>-0,46</b>	<b>140,0%</b>	<b>-0,49</b>	<b>-7,5%</b>	<b>-0,23</b>	<b>53,0%</b>	<b>0,06</b>	<b>n.m.</b>

\* inkl. positiver ao-Effekt von 0,75 Mio. €, EBITDA bereinigt: -1,9 Mio. €

Quelle: YOC, Solventis Research

## YOC: Bilanz in €

	2015	yoy	2016e	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	869.986,00	-27,7%	674.144,72	-22,5%	350.000,00	-48,1%	650.000,00	85,7%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	1.992.832,00	23,7%	2.845.649,47	42,8%	3.850.000,00	35,3%	5.500.000,00	42,9%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	330.686,00	-48,4%	150.686,00	-54,4%	188.357,50	25,0%	235.446,88	25,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>3.193.504,00</b>	<b>-8,4%</b>	<b>3.670.480,20</b>	14,9%	<b>4.388.357,50</b>	19,6%	<b>6.385.446,88</b>	45,5%
Sachanlagen	76.804,00	-46,9%	77.000,00	0,3%	77.000,00	0,0%	77.000,00	0,0%
Immaterielle Vermögenswerte	595.561,00	18,7%	595.561,00	0,0%	595.561,00	0,0%	595.561,00	0,0%
Latente Steuern	1.998,00	-42,1%	1.998,00	0,0%	1.998,00	0,0%	1.998,00	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>674.363,00</b>	<b>3,7%</b>	<b>674.559,00</b>	0,0%	<b>674.559,00</b>	0,0%	<b>674.559,00</b>	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>3.867.867,00</b>	<b>-6,5%</b>	<b>4.345.039,20</b>	12,3%	<b>5.062.916,50</b>	16,5%	<b>7.060.005,88</b>	39,4%
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	3.112.473,00	8,9%	3.592.473,00	15,4%	3.592.473,00	0,0%	3.592.473,00	0,0%
Kapitalrücklage	20.380.508,00	2,4%	20.380.508,00	0,0%	20.380.508,00	0,0%	20.380.508,00	0,0%
Gewinnrücklagen	-25.706.515,00	6,1%	-27.356.883,76	6,4%	-28.213.753,29	3,1%	-28.020.119,82	-0,7%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-301.177,00	57,6%	-301.177,00	0,0%	-301.177,00	0,0%	-301.177,00	0,0%
<b>Eigenkapital</b>	<b>-2.514.711,00</b>	<b>52,4%</b>	<b>-3.685.079,76</b>	46,5%	<b>-4.541.949,29</b>	23,3%	<b>-4.348.315,82</b>	-4,3%
<b>Langfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	76.886,00	18,6%	93.198,84	21,2%	114.524,00	22,9%	137.428,79	20,0%
Finanzverbindlichkeiten	300.000,00	n.m.	800.000,00	166,7%	800.000,00	0,0%	800.000,00	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	180.000,00	n.m.	180.000,00	0,0%	180.000,00	0,0%	180.000,00	0,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>556.886,00</b>	<b>759,0%</b>	<b>1.073.198,84</b>	92,7%	<b>1.094.524,00</b>	2,0%	<b>1.117.428,79</b>	2,1%
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	1.790.458,00	-29,0%	2.170.337,95	21,2%	2.499.740,15	15,2%	3.078.170,92	23,1%
Steuerverbindlichkeiten	48.675,00	110,1%	59.002,33	21,2%	72.502,87	22,9%	87.003,44	20,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	3.937.148,00	410,6%	4.667.685,35	18,6%	5.864.499,62	25,6%	7.037.399,55	20,0%
Erhaltene Anzahlungen	49.411,00	431,3%	59.894,49	21,2%	73.599,16	22,9%	88.318,99	20,0%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>5.825.692,00</b>	<b>1,8%</b>	<b>6.956.920,13</b>	19,4%	<b>8.510.341,80</b>	22,3%	<b>10.290.892,90</b>	20,9%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>3.867.867,00</b>	<b>-6,5%</b>	<b>4.345.039,20</b>	12,3%	<b>5.062.916,50</b>	16,5%	<b>7.060.005,87</b>	39,4%

Quelle: YOC, Solventis Research

## YOC: DCF-Modell

(in €)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	9.734.615,0	11.800.000,0	14.500.000,0	17.400.000,0	19.800.000,0	21.780.000,0	23.958.000,0	26.353.800,0	
<b>Veränderung in %</b>	7,2%	21,2%	22,9%	20,0%	13,8%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>EBITDA</b>	-1.104.264,0	-1.294.400,0	-428.250,0	554.920,0	1.290.000,0	1.824.600,0	2.456.220,0	2.671.842,0	
<b>EBITDA-Marge</b>	-11,3%	-11,0%	-3,0%	3,2%	6,5%	8,4%	10,3%	10,1%	
<b>EBIT</b>	-1.379.940,0	-1.569.400,0	-703.250,0	274.920,0	990.000,0	1.524.600,0	2.156.220,0	2.371.842,0	
<b>EBIT-Marge</b>	-14,2%	-13,3%	-4,9%	1,6%	5,0%	7,0%	9,0%	9,0%	
<b>NOPLAT</b>	-1.448.937,0	-1.589.017,5	-713.798,8	247.428,0	891.000,0	1.372.140,0	1.940.598,0	2.134.657,8	1.890.000,0
<b>Reinvestment Rate</b>	-64,6%	-3,0%	-18,4%	411,5%	23,5%	13,0%	9,9%	9,8%	8,6%
<b>FCFF</b>	-2.384.341,0	-1.636.955,0	-844.929,4	-770.801,0	681.735,0	1.194.246,4	1.747.915,0	1.925.706,5	25.120.569,6
<b>WACC</b>	9,51%	10,22%	9,94%	10,11%	9,23%	8,88%	8,88%	8,87%	8,87%
<b>Kumuliertes WACC</b>		110,22%	121,18%	133,43%	145,74%	158,67%	172,76%	188,09%	204,78%
<b>Barwerte der FCFF</b>		-1.485.118,7	-697.267,4	-577.700,6	467.778,0	752.644,5	1.011.784,8	1.023.834,5	12.267.073,4
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>495.955,1</b>								
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>12.267.073,4</b>								
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	96,1%								
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>12.763.028,4</b>								
<b>Netto-Finanzschulden</b>	-569.986,0								
<b>Wert Verlustvortrag</b>	0,0								
<b>Minderheiten</b>	0,0								
<b>Beteiligungen</b>	0,0								
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>13.333.014,4</b>								
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>4,05</b>								

Quelle: YOC, Solventis Research



**Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, 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 nach § 34b WpHG**

a) Erstmalige Veröffentlichung: **17. August 2016**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten - im gesetzlich zulässigen Rahmen - zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

**3. Disclosures**

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

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.

Die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. halten Aktien des analysierten Emittenten im Bestand.
2. 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.
3. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

**4. Erstellung und Verbreitung**

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

**Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH**

Sitz: Meerbusch; HRB 18351, Amtsgericht Neuss; Geschäftsführer Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

**Ulf van Lengerich, Senior 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 Kursgewinn und einen 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 zur 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 besteht ein deutliches Risiko, 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 bzw. 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 ausländischen 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, sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten sowie das Internet.

## 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 Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß 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 bestimmten Entwicklung (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichten 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 Wertpapierhandelsbank 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.

**Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.**