



## Researchstudie (Anno)



**Neue Vermarktungsstrategie sehr erfolgversprechend**

**+++**

**Hohes Umsatz- und Ergebnispotenzial in den kommenden Jahren**

**+++**

**Fairer ermittelter Unternehmenswert nahezu unverändert**

**Fairer Unternehmenswert: 34,08 Mio. € (bisher: 35,74 Mio. €)**

**Fairer Wert je Aktie: 2,00 € (bisher: 2,75 €)**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 22**

## LensWista AG<sup>\*5a;5b;11</sup>

### Rating: KAUFEN

Fairer Unternehmenswert:  
34,08 Mio. €

Fairer Wert je Aktie: 2,00 €

Aktueller Kurs: 0,822 €  
19.08.2015 / BLN

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0LR803  
WKN: A0LR80  
Börsenkürzel: LZVB

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 8,567

Marketcap<sup>3</sup>: 7,042  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 7,705  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 26,46 %

Transparenzlevel:

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf Seite  
23

### Unternehmensprofil

Branche: Medizintechnik

Fokus: Kontaktlinsen aus Silikon und  
Beschichtungstechnologie

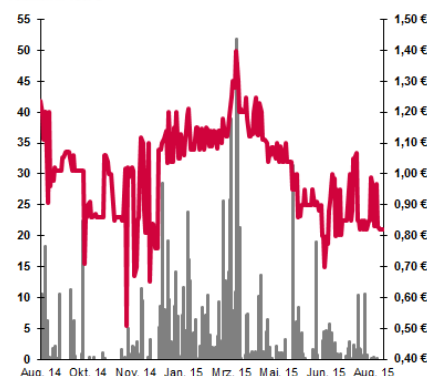
Mitarbeiter: 5

Gründung: 2004

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Rolf Ackermann (CEO), Guido Schröter (CTO)

Volumen in Tsd. €



Die LensWista AG ist spezialisiert auf die Entwicklung und Herstellung von Kontaktlinsen aus reinem Silikon. Dem Unternehmen ist es erstmals gelungen, mittels einer eigenentwickelten technologischen Behandlung die Oberfläche des Silikons dahingehend zu verändern, dass Kontaktlinsen aus reinem Silikon für das Auge dauerhaft verträglich sind. Die Sauerstoffdurchlässigkeit der Kontaktlinsen von LensWista erreicht laut Unternehmensaussagen ein Mehrfaches der herkömmlichen Produkte im Markt und entspricht einer nahezu natürlichen Sauerstoffversorgung. Dies ermöglicht eine deutlich längere Tragedauer und unterstützt die natürlichen Schutzfunktionen des Auges. Darüber hinaus ist die Vollsilikon-Kontaktlinse aufgrund ihrer Materialeigenschaften resistent gegen mechanische Fehlbehandlungen und ein robustes Vorgehen beim Ein- und Aussetzen der Linse. Die LensWista AG bietet zudem innovative Lösungen im augenärztlichen Bereich. Mit der weltweit ersten Silikon-Verbandlinse zum Einsatz bei Hornhautverletzungen und Augenoperationen werden Wundheilungsprozesse optimiert, es werden Schmerzen reduziert und der Tragekomfort verbessert. Die LensWista AG strebt außerdem die Übertragung der Technologie auf andere Medizinprodukte an.

GuV in Mio. EUR / GJ Ende	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Gesamtleistung	0,30	0,12	0,27	1,77	3,13	5,52	8,95	11,91	14,67
EBITDA	-0,57	-0,57	-0,50	0,05	0,39	1,56	2,54	5,36	6,60
EBIT	-0,76	-0,76	-0,69	-0,45	-0,11	1,06	2,04	4,86	6,10
Jahresüberschuss	-0,79	-0,76	-0,69	-0,45	-0,11	0,93	1,80	4,28	5,37

### Kennzahlen in EUR

Aktienanzahl	8,167	9,067	17,067	17,067	17,067	17,067	17,067	17,067	17,067
Gewinn je Aktie	-0,10	-0,08	-0,04	-0,03	-0,01	0,05	0,11	0,25	0,31
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	25,43	70,57	53,82	8,32	4,70	2,66	1,64	1,23	1,00
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	294,23	37,53	9,43	5,79	2,74	2,23
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13,89	7,21	3,02	2,41
KGV	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	15,07	7,82	3,28	2,61

### Finanztermine

\*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.02.2015: RG / 2,75 / KAUFEN

17.12.2014: RG / 2,75 / KAUFEN

29.07.2014: RG / 2,75 / KAUFEN

01.04.2014: RS / 2,75 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Ende 2014 erhielt die LensWista AG die Zertifizierung nach der Medizinprodukterichtlinie für ihre Silikonkontaktlinse Element SL+ und kann diese damit nun europaweit auf dem Markt anbieten. Die Silikonlinse zeichnet sich vor allem durch ihre sehr hohe Sauerstoffdurchlässigkeit aus und bietet daher maßgebliche Vorteile gegenüber herkömmlichen Kontaktlinsen. Dies gilt vor allem in Bezug auf den Tragekomfort, aber auch hinsichtlich von Gesundheitsaspekten.
- Nach der erfolgreichen Zertifizierung der Linse wurde Anfang 2015 ein Managementwechsel vollzogen, mit dem einhergehend auch die Vermarktungsstrategie adaptiert wurde (siehe auch GBC-Vorstandsinterview vom 24.06.2015). Nunmehr soll zunächst im Rahmen eines Spezialistenlaunches eine Marktakzeptanz aufgebaut und ein Proof-of-Concept erbracht werden, bevor die breite Marktpenetration vorangetrieben wird. Im Rahmen des Spezialistenlaunches werden vor allem Kontaktlinsenstudios, Optiker und Augenärzte adressiert, um diese Experten von den Vorteilen der Silikonlinse zu überzeugen.
- Da die Zertifizierung erst Ende 2014 erfolgte, erzielte die LensWista AG im GJ 2014 noch kaum Umsatzerlöse, bei einem negativen EBITDA von 0,57 Mio. €. Auch für das GJ 2015 rechnen wir noch nicht mit einer wesentlichen Verbesserung bei den Umsatz- und Ertragskennzahlen, da im Zuge des Spezialistenlaunches die Umsatzdynamik nur langsam zulegen sollte. Jedoch schätzen wir diese Vorgehensweise als zielführend ein, um mittel- und langfristig eine gute Marktstellung zu erarbeiten.
- Insofern rechnen wir ab 2017 mit einer maßgeblichen Belebung der Umsatzerlöse, wodurch gleichzeitig auf Grund der schlanken Kostenstruktur schnell der Break-even erreicht werden sollte. Auf EBITDA-Basis erwarten wir bei Umsatzerlösen von 1,77 Mio. € bereits für das GJ 2017 einen positiven Wert in Höhe von 0,05 Mio. €. In den Folgejahren sollten dann stark steigende Ergebnisbeiträge zu beobachten sein.
- Im Rahmen unserer mittelfristigen Umsatz- und Ertragsplanung bis 2022 erwarten wir, dass in den kommenden Jahren ein Umsatzvolumen von 14,67 Mio. € erreicht werden kann, bei EBITDA-Werten von 6,60 Mio. €. Diese Umsatzgröße würde einen Marktanteil von lediglich 1,5 % unter allen Kontaktlinsenträgern in Deutschland bedeuten. Die Expansion auf internationale Märkte haben wir noch unberücksichtigt belassen.
- **Auf Basis unserer mittelfristigen Umsatz- und Ertragsplanung haben wir mittels DCF-Bewertung einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 34,08 Mio. € ermittelt. Damit haben wir den fairen Unternehmenswert gegenüber unserer Researchstudie (Initial Coverage) vom 01.04.2014 nur geringfügig von 35,74 Mio. € angepasst. Zu beachten ist dabei, dass die Planungen auf der Annahme beruhen, dass der LensWista AG in zwei Schritten weiteres Eigenkapital in Höhe von insgesamt 8,5 Mio. € zugeführt wird, um den Expertenlaunch (0,50-0,70 Mio. €) sowie vor allem dann die Industrialisierung der Produktion (6,5 Mio. €) sowie den Aufbau von Vertrieb und Marketing (1,5 Mio. €) zu finanzieren. Vor diesem Hintergrund haben wir im Rahmen einer Post-Money-Betrachtung auch den Verwässerungseffekt berücksichtigt. Auf Basis einer vollverwässerten Aktienanzahl von 17,07 Mio., errechnet sich ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 2,00 € (bisher: 2,75 €). Der Rückgang des fairen Wertes je Aktie ist damit fast ausschließlich auf den nunmehr höheren Kapitalbedarf und damit stärkeren Verwässerungseffekt zurückzuführen. Auf Grund des hohen Potenzials, das wir den Produkten und damit der LensWista AG zurechnen, behalten wir das Rating KAUFEN unverändert bei.**

## INHALTSVERZEICHNIS

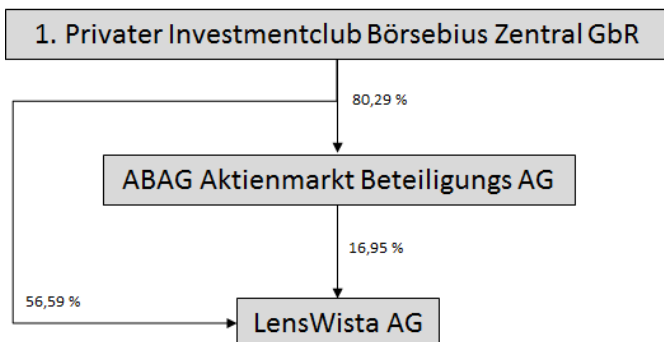
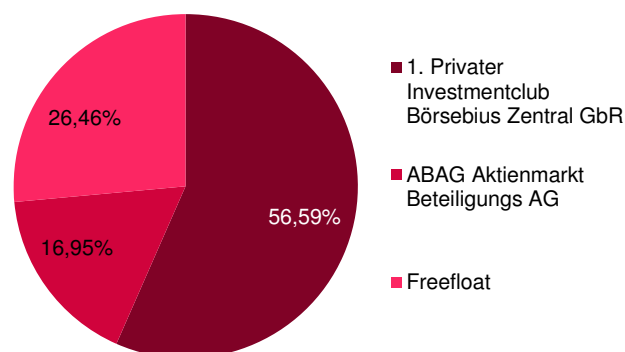
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>3</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur (Stand: Juni 2015).....	4
Produkte und Technologie in der Übersicht .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>8</b>
Zahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2014 .....	8
Umsatzentwicklung .....	8
Ergebnisentwicklung .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	11
SWOT-Analyse .....	12
Prognose und Modellannahmen .....	13
Planungsannahmen und -grundlagen .....	13
Neue Strategie zur Marktdurchdringung.....	13
Umsatzprognosen .....	14
Ergebnisprognosen .....	18
<b>Bewertung .....</b>	<b>20</b>
Modellannahmen .....	20
Bestimmung der Kapitalkosten .....	20
Bewertungsergebnis .....	20
<b>DCF-Modell.....</b>	<b>21</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>22</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur (Stand: Juni 2015)

Anteilseigner in %	
1. Privater Investmentclub Börsebius Zentral GbR	56,59 %
ABAG Aktienmarkt Beteiligungs AG	16,95 %
Freefloat	26,46 %

Quelle: LensWista AG; GBC AG



Quelle: LensWista, GBC

## Produkte und Technologie in der Übersicht

### Element SL+

Die Element SL+ ist eine 30-Tage-Dauertragelinse aus reinem, biokompatiblen Silikon. Die Linse kann entsprechend einen Monat lang Tag und Nacht getragen werden. Die Linse zeichnet sich, wie auch alle anderen Linsen der LensWista AG durch eine außerordentlich hohe Sauerstoffdurchlässigkeit aus, die um ein Vielfaches über dem derzeitigen Marktstandard liegt. Damit ist die Kontaktlinse der LensWista AG deutlich gesundheitsverträglicher.

### Element SL

Die Element SL ist eine 90-Tage-Tageslinse, ebenfalls aus Silikon. Die Linse muss dabei, wie bei herkömmlichen Linsen, nachts aus dem Auge herausgenommen werden, kann aber über einen Zeitraum von 3 Monaten verwendet werden, wohingegen derzeit am Markt vorhandene Produkte in der Regel nur für ein bis zwei Monate getragen werden können. Die Element SL steht kurz vor der Markteinführung, was im Q3 2015 erfolgen soll.

### Element BL

Element BL ist eine Verbandlinse, also nicht zur Sehkorrektur, sondern zur Nutzung bei Verletzungen der Hornhaut. Die hohe Sauerstoffdurchlässigkeit sorgt für eine schnelle Linderung der Schmerzen und unterstützt den Heilungsprozess.

### Pflegemittel

Ergänzend hat die LensWista AG ein speziell auf die Silikonlinsen abgestimmtes Pflegemittel im Produktportfolio und rundet das Angebot damit ab.

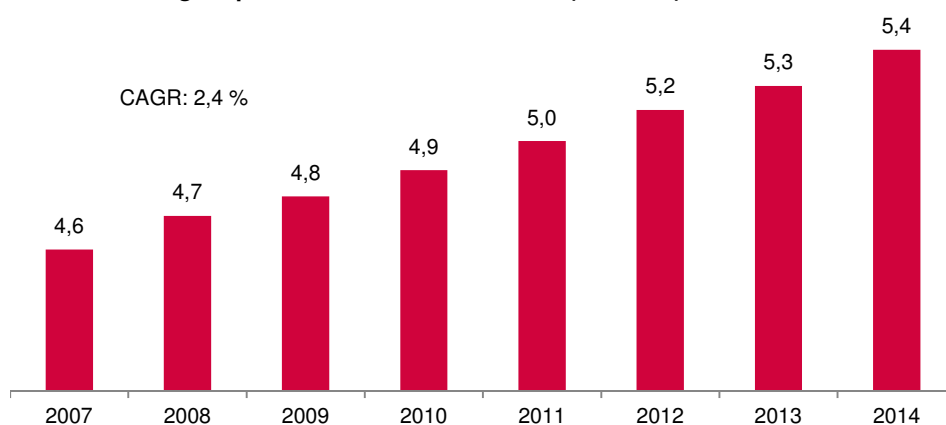
### Beschichtungstechnologie

Kerntechnologie der LensWista AG ist das patentierte Plasmapolymersationsverfahren, mit welcher die Silikonoberfläche bearbeitet wird und so ihre hydrophile Eigenschaft erhält. Die Plasmatechnologie ist darüber hinaus auch für weitere Anwendungen in der Medizintechnik vorstellbar und wurde bereits in mehreren Fällen erfolgreich erprobt. Hieraus könnten sich zusätzliche Erlösquellen erschließen lassen.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Der Markt für Augentoptik befindet sich bereits seit Jahren auf einem stabilen Wachstumspfad. Während die Branche im Jahr 2007 noch 4,6 Mrd. € umsetzte, waren es in 2014 bereits 5,4 Mrd. €. Dabei konnte die Branche in jedem Jahr zulegen und wies über den gesamten Zeitraum eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate in Höhe von 2,4 % auf. Zudem erweist sich die Branche als außerordentlich stabil und konnte sogar der auf die Immobilien- und Finanzkrise folgende Rezession trotzen. Entsprechend dieser hohen Stabilität wird auch davon ausgegangen, dass sich die Entwicklung in den kommenden Jahren weiter nach oben bewegt. So geht der auf Optik und Präzisionstechnik ausgelegte Branchenverband SPECTARIS davon aus, dass die augenoptische Industrie in 2015 um weitere 3,2 % zulegen kann.

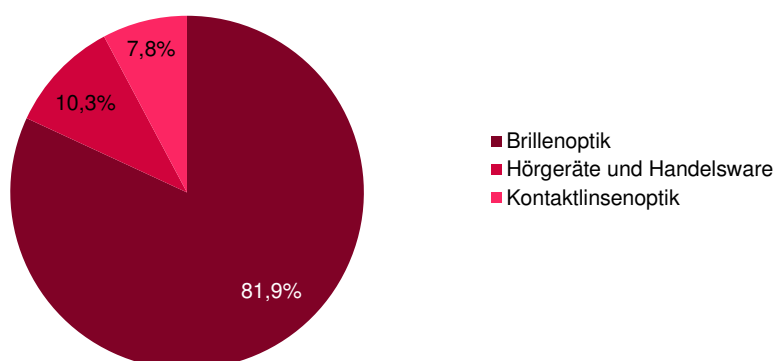
### Umsatz der Augentoptik-Branche in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Zentralverband der Augentoptiker (ZVA)

Der Großteil der Augentoptik-Branche wird dabei von der Brillenoptik besetzt, die einen Anteil von 81,9 % am Gesamtmarkt ausmacht. Während Hörgeräte und Handelswaren 10,3 % des Marktes besetzen, sind der Kontaktlinsenoptik 7,8 % des Gesamtmarktes zuzuordnen.

### Umsatzverteilung Augentoptik-Branche 2014 in Deutschland

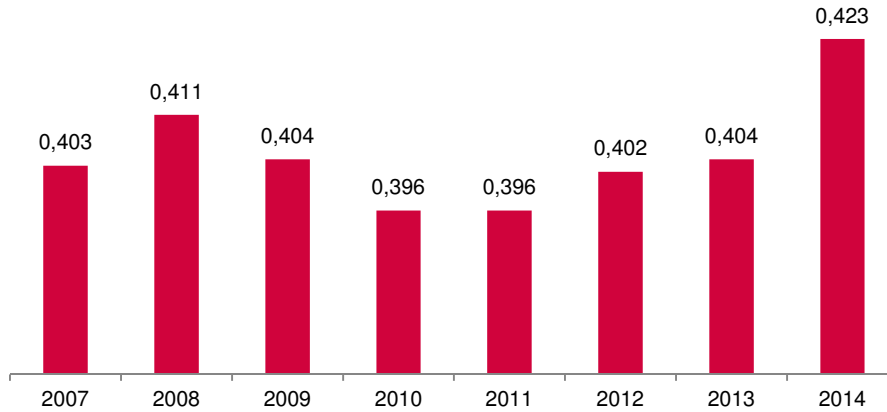


Quelle: Zentralverband der Augentoptiker (ZVA)

Entsprechend ergab sich für Kontaktlinsen im Jahr 2014 ein Marktvolumen in Deutschland in Höhe von 0,42 Mrd. €. Gleichzeitig markierte das Marktvolumen damit einen neuen Höchstwert im Betrachtungszeitraum seit dem Jahr 2007. Auch bei den Kontaktlinsen zeigt sich bei der langfristigen Betrachtung der Entwicklung eine sehr hohe Stabilität hinsichtlich des Marktvolumens, welche mit der Gesamtbranche vergleichbar

ist. Jedoch ist die Zuwachsrate über den Zeitverlauf etwas unterproportional zum gesamten Augenoptikmarkt verlaufen.

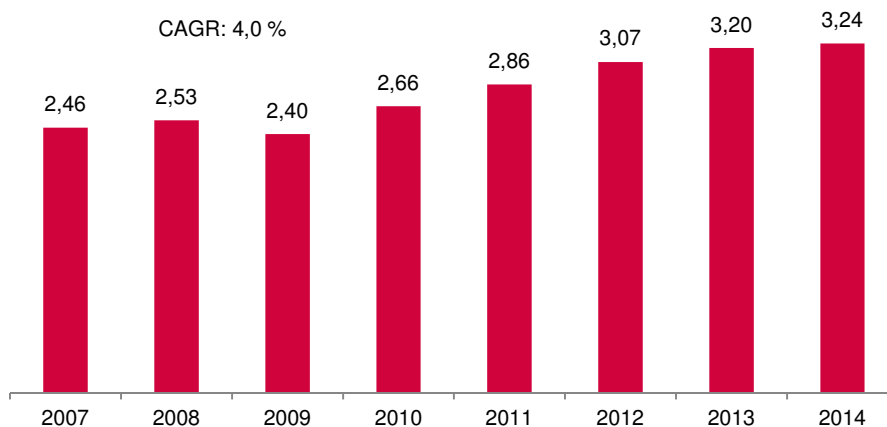
#### Marktvolumen Kontaktlinsen Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Zentralverband der Augenoptiker (ZVA)

Hintergrund dieser leicht unterproportionalen Entwicklung des Marktvolumens für Kontaktlinsen ist dabei jedoch nicht eine rückläufige Anwenderzahl, sondern allem Anschein nach ein zunehmender, wettbewerbsbedingter Preisdruck. Vielmehr wuchs die Zahl der Kontaktlinsenträger seit 2007 mit einer durchschnittlichen Zuwachsrate von 4 %. So hat sich die Zahl der Kontaktlinsenträger in Deutschland seit dem Jahr 2007 um fast ein Drittel auf zuletzt 3,24 Mio. erhöht. Gemäß dem Zentralverband der Augenoptiker war in den vergangenen 10-15 Jahren eine immer stärker werdende Tendenz hin zur Kontaktlinse zu beobachten.

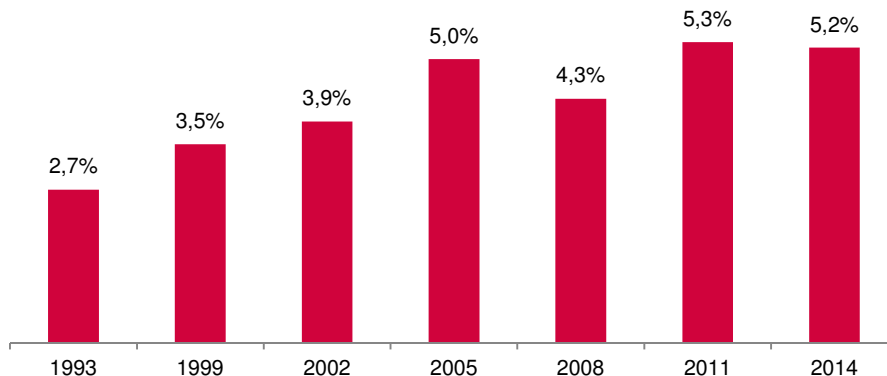
#### Anzahl Kontaktlinsenträger in Deutschland (in Mio.)



Quelle: Institut für Demoskopie Allensbach

Diese Entwicklung zeigt sich auch bei einer prozentualen Betrachtung der Kontaktlinsenträger im Verhältnis zu allen Menschen, die auf eine Sehhilfe zurückgreifen. Waren es Anfang der 90er Jahre lediglich 2,7 % der Anwender, verdoppelte sich der Anteil bis zum Jahr 2014 mit einer hohen Stetigkeit auf 5,2 %. Das weitere Entwicklungspotenzial ist darüber hinaus immens. Denn, 63,5 % der deutschen Bevölkerung über 16 Jahre sind auf die Nutzung einer Sehhilfe angewiesen. Bei den über 62-jährigen sind es sogar 92 % der Bevölkerung. Der Wachstumstrend der Kontaktlinse hat damit noch ausreichend Entwicklungsspielraum in den kommenden Jahren und Jahrzehnten.

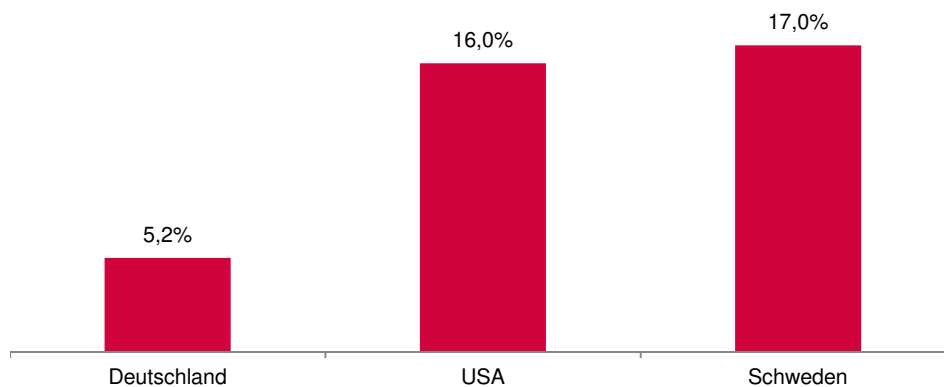
### Anteil der gelegentlichen und regelmäßigen Kontaktlinsenträger in Deutschland



Quelle: Allensbacher Archiv, IfD-Umfragen

Dass Deutschland hinsichtlich der Marktdurchdringung von Kontaktlinsen noch ein deutliches Entwicklungspotenzial birgt, zeigt der Vergleich mit anderen Ländern. Während hierzulande wie oben dargestellt bisher nur 5,2 % der Bevölkerung Kontaktlinsen verwenden, sind es in den USA 16 % und in Schweden sogar 17 %. Würde man diese Marktdurchdringung für den deutschen Markt ansetzen, würde sich das Marktvolumen in Deutschland entsprechend auf über 1 Mrd. € verdreifachen. Diesen Trend erkennend, machen sich auch die großen Optikerketten auf einen Wachstumsschub im Kontaktlinsenmarkt bereit. So erläutert Branchenprimus Fielmann z.B. in seinem Geschäftsbericht 2014, im Kontaktlinsenbereich in den kommenden Jahren die Umsatzerlöse verdoppeln zu wollen.

### Bevölkerungsanteil Kontaktlinsenträger in verschiedenen Ländern



Quelle: Allensbach, Fielmann

Insgesamt schätzen wir die Rahmenbedingungen auf dem Kontaktlinsenmarkt als sehr vielversprechend ein. Insbesondere zuletzt zeigte sich eine klare Belebung des Marktes. Zudem sind die Potenziale sehr groß, vor allem in Deutschland, da die Durchdringung mit Kontaktlinsen noch vergleichsweise unterentwickelt ist. Es macht jedoch den Anschein, als würde ein Aufholprozess im Gange sein. Der Markteintritt der LensWista AG zum jetzigen Zeitpunkt, mit ihrem innovativen Produkt, könnte auf großen Zuspruch stoßen und dem Gesamtmarkt für Kontaktlinsen zu weiterem Schwung verhelfen.



## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Zahlen im Überblick

in Mio. €	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Gesamtleistung	0,30	0,12	0,27	1,77	3,13	5,52	8,95	11,91	14,67
Materialaufwand	0,01	0,01	0,18	1,01	1,64	2,31	3,73	2,97	3,67
Rohrertrag	0,30	0,11	0,10	0,76	1,49	3,21	5,22	8,94	11,00
Personalaufwand	0,41	0,31	0,37	0,43	0,73	1,10	1,79	2,38	2,93
Sonstige betr. Aufw.	0,46	0,36	0,23	0,28	0,36	0,55	0,90	1,19	1,47
<b>EBITDA</b>	<b>-0,57</b>	<b>-0,57</b>	<b>-0,50</b>	<b>0,05</b>	<b>0,39</b>	<b>1,56</b>	<b>2,54</b>	<b>5,36</b>	<b>6,60</b>
Abschreibungen	0,19	0,19	0,19	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
<b>EBIT</b>	<b>-0,76</b>	<b>-0,76</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,45</b>	<b>-0,11</b>	<b>1,06</b>	<b>2,04</b>	<b>4,86</b>	<b>6,10</b>
Zinsaufwand	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>-0,79</b>	<b>-0,76</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,45</b>	<b>-0,11</b>	<b>1,06</b>	<b>2,04</b>	<b>4,86</b>	<b>6,10</b>
Ertragssteuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,24	0,58	0,73
<b>Periodenergebnis</b>	<b>-0,79</b>	<b>-0,76</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,45</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,93</b>	<b>1,80</b>	<b>4,28</b>	<b>5,37</b>

Quelle: LensWista AG; GBC AG

### Geschäftsentwicklung 2014

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Gesamtleistung	2,05	0,69	0,30
EBITDA (Marge)	0,78 (38,3 %)	-0,33 (neg.)	-0,57 (neg.)
EBIT (Marge)	0,58 (28,4 %)	-0,54 (neg.)	-0,76 (neg.)
Jahresergebnis	0,46	-0,60	-0,79

Quelle: LensWista, GBC; \*Marge bezogen auf Gesamtleistung

Die LensWista AG konnte im GJ 2014 wesentliche Fortschritte erzielen. Dabei hat das Unternehmen mit der Zertifizierung der Silikonkontaktlinse Element SL+ nach der Medizinprodukterichtlinie im November 2014 einen wichtigen Meilenstein erreicht. Auf Basis dieser Zertifizierung und der Erteilung des CE-Zeichens kann die Linse nun auf dem Markt vertrieben werden. Die Investitionen in die Entwicklung der Linse, welche sich in den vergangenen Jahren kumuliert auf rund 8 Mio. € belaufen haben, haben damit nun zum Erfolg geführt. In den kommenden Perioden wird das Unternehmen nunmehr die Konzentration auf die Markteinführung der Silikonkontaktlinse legen.

Im Zuge dessen wurde Anfang 2015 ein Wechsel im Vorstand vollzogen. Herr Rolf Ackermann wurde zum 01.03.2015 zum Vorstand der LensWista AG bestellt. Zum 01.07.2015 wurde zudem Guido Schröter als CTO in den Vorstand berufen und ist für die Bereiche F&E sowie Produktion verantwortlich. Nachdem die Vorgänger im Management die Zertifizierung erfolgreich vorangetrieben und finalisiert haben, sind Herr Ackermann und Herr Schröter nun für die Markteinführung und Vermarktung der Produkte verantwortlich.

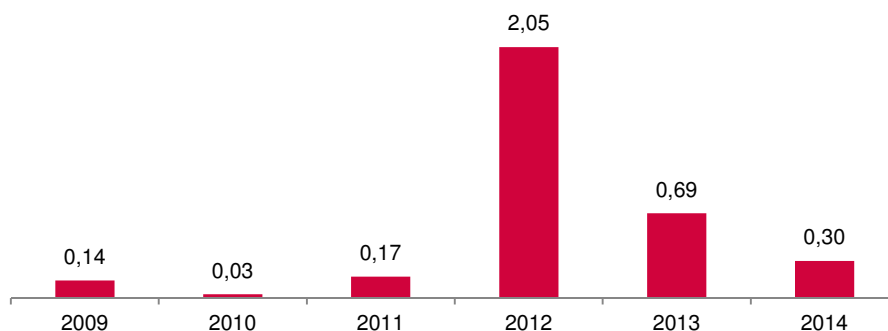
### Umsatzentwicklung

Bislang erzielte die LensWista AG naturgemäß noch keine wesentlichen Umsatzerlöse, da die entsprechende Zertifizierung für die Dauertragelinse Element SL+ erst im November 2014 erfolgte. Kleinere Umsatzbeiträge wurden jedoch in den vergangenen zwei Jahren bereits mit der Verbandlinse Element BL erzielt. Für dieses Produkt wurde die Zertifizierung schon im Jahr 2012 erteilt. Zudem erzielte die LensWista AG in den vergangenen Jahren Erträge aus der Lohnfertigung außerhalb des Anwendungsgebietes Kontaktlinsen. Basierend auf der Plasmabeschichtungstechnologie, welche auch für die

Bearbeitung der Silikonkontaktlinse verwendet wird, werden dabei Beschichtungsdienstleistungen für Dritte erbracht. Diese Aktivität ist jedoch nicht als Kerngeschäft der LensWista AG zu sehen und sollte in den kommenden Jahren nur eine untergeordnete Rolle hinsichtlich der Umsatzentwicklung spielen. Zudem zeigte sich die Auftragslage im Bereich der Lohnfertigung in der Vergangenheit volatil. Daher haben wir den Umsatzbeitrag hieraus in unseren Planungen auch äußerst konservativ abgebildet.

Da die Markteinführung der Silikonkontaktlinse Element SL+ erst jetzt, nach Erhalt der Zertifizierung, beginnt, wurden in den vergangenen Jahren der Entwicklungsphase erst sehr niedrige Umsatzerlöse mit den Kernprodukten erzielt. Die Gesamtleistung war insbesondere durch die Lohnfertigung, außerhalb der augenmedizinischen Anwendung und außerhalb des Kerngeschäfts, geprägt. Auch im GJ 2014 war die Gesamtleistung mit 0,12 Mio. € durch Erträge aus der Lohnfertigung beeinflusst, lag insgesamt aber auf einem noch relativ niedrigen Niveau. Dabei ist auch zu betonen, dass der Vertrieb der Verbandlinse Element BL noch nicht die gewünschten Erfolge erzielt hat. Hintergrund dessen ist, dass gezielte Vertriebsaktivitäten noch nicht umfangreich umgesetzt werden konnten. Mit dem gestarteten Expertenlaunch soll die Vermarktung nun aktiv verfolgt werden (siehe Prognosen und Modellannahmen).

#### Historische Entwicklung der Gesamtleistung (in Mio. €)



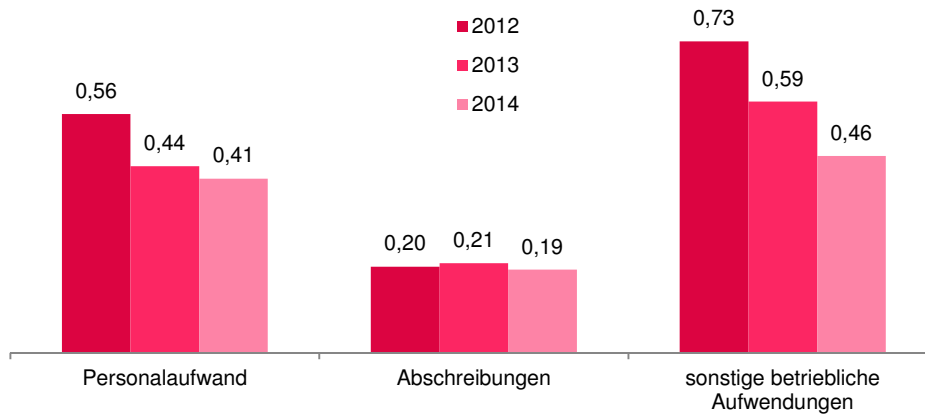
Quelle: LensWista, GBC

#### Ergebnisentwicklung

Die Finalisierung der Entwicklung der Silikonkontaktlinse Element SL+ und die Beendigung des Zulassungsprozesses machen sich auf der anderen Seite auch positiv in der Kostenstruktur bemerkbar, welche auch in 2014 erneut weiter reduziert werden konnte. Nachdem in den vergangenen Jahren, im Zuge des Entwicklungs- und Zulassungsprozesses erhöhte Personalkapazitäten und sonstige Kosten anfielen, wurden die operativen Kosten in 2014 um weitere 14 % gesenkt.

Insbesondere bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnten in 2014 weitere Reduktionen erreicht werden. Nach 0,59 Mio. € im Vorjahr, fielen in 2014 0,46 Mio. € an. Der Rückgang ist insbesondere auf niedrigere Verwaltungskosten im Rahmen der Produktzertifizierung zurückzuführen sowie auf niedrigere Einmalaufwendungen. Jedoch waren auch in 2014 noch einmalige Effekte in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten. Zu nennen sind hierbei z.B. Kosten im Rahmen einer Sale-and-lease-back-Transaktion von Fertigungsausrüstung. Insofern ist davon auszugehen, dass in 2015 eine weitere deutliche Reduktion der sonstigen betrieblichen Aufwendungen erfolgt. Aber auch der Personalaufwand und die Abschreibungen zeigten sich in 2014 weiter leicht rückläufig. Damit dürfte sich die Fixkostenbasis in 2015 auf ein Minimum belaufen.

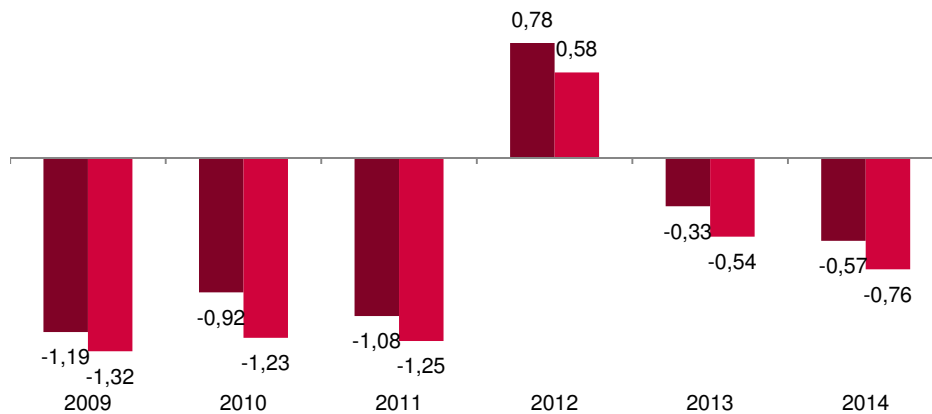
**Entwicklung der wichtigsten Kostenpositionen (in Mio. €)**



Quelle: LensWista, GBC

Entsprechend der noch niedrigen Umsatzerlöse wurden auch im GJ 2014 noch negative Ergebnisse erzielt. Das EBITDA lag mit -0,57 Mio. € unterhalb des Vorjahresniveaus von -0,33 Mio. €. Hintergrund dessen ist die niedrigere Gesamtleistung gegenüber 2013, trotz der gesenkten operativen Kosten. Insgesamt ist zu konstatieren, dass die Kostenbasis sehr schlank aufgestellt ist, so dass das Erreichen des Break-evens daher schon bei vergleichsweise niedrigen Umsatzerlösen möglich sein sollte.

**Entwicklung von EBITDA und EBIT (in Mio. €)**



Quelle: LensWista, GBC

## Bilanzielle und finanzielle Situation

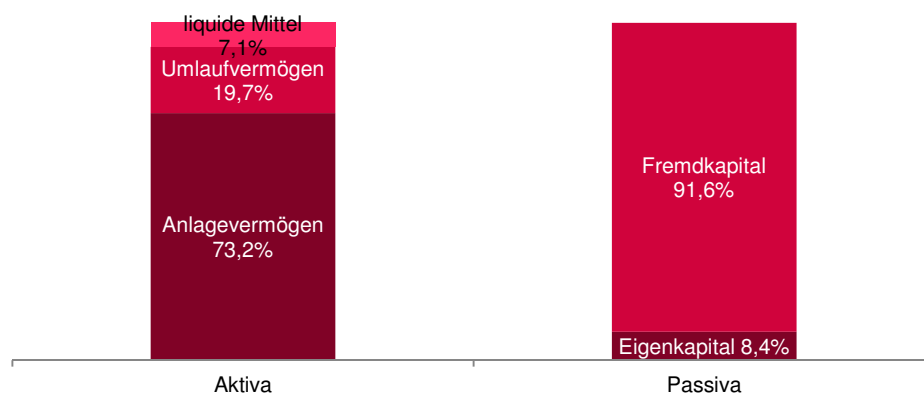
in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital	0,64	0,54	0,11
EK-Quote (in %)	52,2 %	39,1 %	8,4 %
Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,17	0,76
Liquide Mittel	0,05	0,04	0,09
Nettoverschuldung	-0,05	0,13	0,67
Operatives Anlagevermögen	1,03	1,06	0,97
Net Working Capital	-0,39	-0,51	-0,92

Quelle: Berechnungen GBC

Bilanziell hat sich die noch anhaltende Verlustsituation der LensWista AG insbesondere auf das Eigenkapital ausgewirkt. So reduzierte der Verlust des GJ 2014 die Eigenkapitaldecke auf 0,11 Mio. €. Die Eigenkapitalquote lag damit bei 8,4 %. Um die Eigenkapitalbasis zu stärken, wurde im 1. HJ 2015 eine Kapitalerhöhung um 0,415 Mio. € durchgeführt. Damit dürfte das Eigenkapital Mitte 2015 wieder rund 0,50 Mio. € betragen haben. Neben dem Eigenkapital wird die Passivseite der Bilanz der LensWista AG von Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen in Höhe von 0,76 Mio. € geprägt. Hierbei handelt es sich um mehrere Gesellschafterdarlehen, unter anderem von der Großaktionärin ABAG Aktienmarkt Beteiligungs AG, welche dem Unternehmen zur Verfügung gestellt wurden, um die Markteinführung der Silikon-Kontaktlinse zu finanzieren. Für den Großteil der Darlehen sind Zins- und Tilgungsstundungen vereinbart. Weitere zinstragende Verbindlichkeiten bestehen darüber hinaus nicht.

Die Aktivseite wird dominiert von immateriellen Vermögensgegenständen sowie Sachanlagen. Hierbei sind vor allem die Patente für die Silikonlinse sowie das zugehörige Herstellungsverfahren aktiviert. Das Sachanlagevermögen in Höhe von 0,59 Mio. € setzt sich zudem vorwiegend aus den Produktionsanlagen für die Linsen zusammen. Die liquiden Mittel betragen Ende 2014 0,09 Mio. €, dürften sich aber im Rahmen der Kapitalerhöhung im 1. HJ 2015 um rund 0,40 Mio. € erhöht haben.

### Bilanzstruktur zum 31.12.2014



Quelle: LensWista, GBC

Gemäß dem noch geringen Geschäftsumfang der LensWista AG ist auch das bilanzielle Bild entsprechend geprägt. Für die Durchführung der nunmehr anstehenden Markteinführung dürften weitere finanzielle Mittel notwendig sein, die unserer Einschätzung nach im Rahmen einer Eigenkapitalerhöhung zugeführt werden sollten. Dabei ist vor allem die zeitliche Komponente maßgeblich, da erst entsprechende Investitionen, etwa in den Vertrieb, notwendig sind, um die Umsatzdynamik zu beschleunigen. Insofern ist eine Liquiditätszuführung als notwendig vorgelagerter Schritt zu betrachten.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alleinstellungsmerkmal mit einziger Vollsilikon-Kontaktlinse auf dem Markt</li> <li>• Patentschutz für die Silikon-Kontaktlinse und dem Fertigungsverfahren garantiert langjährige Beibehaltung des Wettbewerbsvorteils</li> <li>• Flache Kostenstruktur und damit niedrige Break-even-Schwelle</li> <li>• Finanzierung mit nur geringer Fremdfinanzierung stellt eine gute Basis für zukünftiges Wachstum dar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Noch sehr kleine Unternehmensgröße</li> <li>• Notiz der Aktie derzeit nur an der Berliner Börse mit geringem Handelsvolumen</li> <li>• Noch geringe Cashflows erfordern Wachstumsfinanzierung von außen</li> <li>• Relativ hohe Investitionen notwendig, um eine industrielle Produktion der Silikon-Kontaktlinsen herzustellen</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die klaren Vorteile der Silikon-Kontaktlinse gegenüber herkömmlichen Kontaktlinsen sind sehr deutlich und haben daher ein großes Verdrängungspotenzial</li> <li>• Allein der deutsche Markt bietet ein hohes Volumen von über 400 Mio. €. Eine europa- und weltweite Expansion könnte nochmals deutlich höhere Potenziale eröffnen</li> <li>• Auf Basis der entwickelten Silikon-Kontaktlinsen hat das Unternehmen weitere Linsenarten für den medizinischen Einsatz in der Entwicklungspipeline. Diese könnten bei Markteinführung das Umsatzpotenzial nochmals erhöhen</li> <li>• Auf Grund der kleinen Unternehmensgröße, homogenen Aktionärsstruktur und der attraktiven Patente für die Silikon-Kontaktlinse könnte einer der großen Wettbewerber ein Übernahmeinteresse hegen, was stille Reserven rasch heben würde</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Der Markt für Kontaktlinsen ist durch sehr große Wettbewerber geprägt. Diese könnten auf Grund größerer Marketingbudgets den Markteintritt für die LensWista-Produkte erschweren</li> <li>• Die Produkte der LensWista AG könnten von den Kunden nicht angenommen werden, was die Basis des Geschäftsmodells angreifen würde</li> <li>• Die weiteren Produktentwicklungen im Bereich der medizinischen Linsen könnten scheitern, was das Wachstumspotenzial in der Zukunft einschränken würde</li> <li>• Wettbewerber könnten Kontaktlinsen mit noch vorteilhafteren Eigenschaften entwickeln. Dies würde das Alleinstellungsmerkmal der LensWista AG eliminieren</li> <li>• Der geplante Verkaufspreis von 39,50 € pro Linsenpaar könnte von den Kunden als zu hoch empfunden und daher nicht in dem Maße angenommen werden wie geplant</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Gesamtleistung	0,30	0,12	0,27	1,77	3,13	5,52	8,95	11,91	14,67
EBITDA	-0,57	-0,57	-0,50	0,05	0,39	1,56	2,54	5,36	6,60
EBITDA-Marge	neg.	neg.	neg.	2,8 %	12,5 %	28,2 %	28,4 %	45,0 %	45,0 %
EBIT	-0,76	-0,76	-0,69	-0,45	-0,11	1,06	2,04	4,86	6,10
EBIT-Marge	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	19,1 %	22,8 %	40,8 %	41,6 %
Jahresergebnis	-0,79	-0,76	-0,69	-0,45	-0,11	0,93	1,80	4,28	5,37

Quelle: Berechnungen GBC

## Planungsannahmen und -grundlagen

Unsere bisherigen Annahmen waren davon ausgegangen, dass die Vermarktung der Silikonlinse Element SL+ bereits Anfang 2015 startet, in Folge einer Anfang 2015 geplanten Kapitalerhöhung, mit deren Erlösen eine teilautomatisierte Kontaktlinsenfertigung aufgebaut werden sollte. Nunmehr haben sich in der Zwischenzeit Veränderungen ergeben, welche wir in unseren adjustierten Prognosen berücksichtigen. Im Zuge des Managementwechsels Anfang 2015 wurde auch eine veränderte Vermarktungsstrategie festgelegt, um eine bestmögliche mittelfristige Marktpenetration zu erreichen. Im Zuge dessen haben wir unsere bisherigen Prognosen vom 17.12.2014 in der vorliegenden Studie vollständig überarbeitet. Auf Grund der neuen strategischen Planungsgrundlage ist ein direkter Vergleich mit den bisherigen Schätzungen nicht aussagekräftig, wobei zu konstatieren ist, dass wir wesentliche Bewertungsparameter wie das Zielumsatzvolumen oder die Ziel-EBITDA-Marge nur geringfügig adjustiert haben.

Die in dieser vorliegenden Studie aufgezeigten Prognosen für die Entwicklung der LensWista AG basieren auf einem langfristigen Planungsmodell, welches auf der Annahme basiert, dass dem Unternehmen in zwei Schritten weiteres Eigenkapital zugeführt wird. Dabei wurde unterstellt, dass zunächst 0,50-0,70 Mio. € liquide Mittel über eine Kapitalerhöhung im Jahr 2015 für die Umsetzung des Expertenlaunches zugeführt werden. Zudem ist für das Jahr 2016 eine weitere Kapitalerhöhung über 8,0 Mio. € geplant, damit die Produktion auf ein industrielles Niveau ausgebaut werden kann (6,5 Mio. €) sowie Vertriebs- und Marketingstrukturen aufgebaut werden können (1,5 Mio. €). Gegebenenfalls kann die Kapitalerhöhung auch in mehreren Phasen durchgeführt werden. Dabei haben wir in den Planungen eine eigene Umsetzung durch das Unternehmen berücksichtigt. Dafür muss ein geeigneter strategischer Partner gefunden werden.

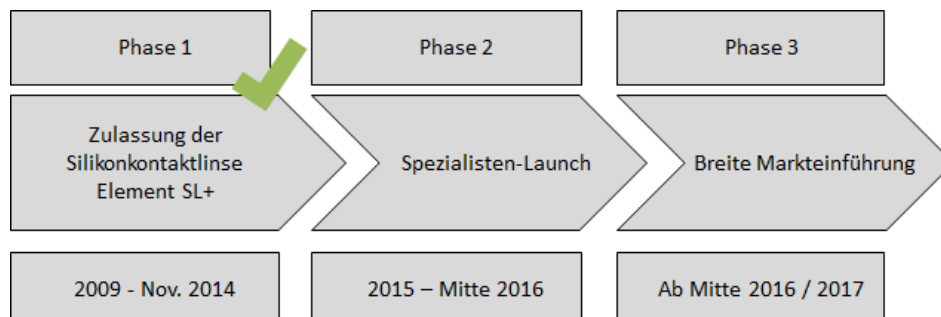
Vor diesem Hintergrund ist zu konstatieren, dass die Prognosen mit einer hohen Unsicherheit behaftet sind und eine Modellrechnung auf den derzeit vorliegenden Daten darstellen, abgeleitet aus den verfügbaren Auswertungen hinsichtlich von Marktpotenzialen sowie der Kostenstruktur des Unternehmens.

## Neue Strategie zur Marktdurchdringung

Die neue Vermarktungsstrategie der LensWista AG sieht vor allem eine zweiphasige Markteinführung der Linsen vor. Dabei soll zunächst ein sog. Spezialistenlaunch erfolgen, über welchen Kontaktlinsenexperten wie Optiker, Kontaktlinsen-Anpasserstudios und Augenärzte mit eigenen Praxisshops direkt adressiert werden. Mittels dieser selektiven Markteinführung soll eine Marktakzeptanz für die Linsen aufgebaut werden. Parallel zum Spezialistenlaunch sollen die Fertigungskapazitäten

ausgebaut werden, um dann in der dritten Phase die breite Markteinführung, auch auf internationalen Märkten beginnen zu können.

#### Planungshorizont für die Markteinführung der Silikon-Kontaktlinse Element SL+



Quelle: LensWista, GBC

Gegenüber unseren bisherigen Prognosen kommt es auf Grund der adaptierten Vertriebsstrategie nochmals zu einer Verschiebung auf der Zeitschiene. Im Rahmen des Spezialistenlaunches sind zudem zunächst niedrigere Umsatzsteigerungen zu erwarten, als wir bisher angenommen hatten, da eine direkte Adressierung von Spezialisten erfolgt und daher die breite Marktdurchdringung voraussichtlich zeitverschoben erfolgt. Wir halten jedoch das Modell des Spezialistenlaunches für eine gute Variante, da die eingesetzten Vertriebsmittel zielgerichtet allokiert werden können und damit der Vertriebs Erfolg vor allem mittel- und langfristig mit einer höheren Wahrscheinlichkeit versehen wird, wenn das Produkt in der Branche mit einer entsprechenden Akzeptanz unterlegt ist.

Indes sehen wir auch die Verschiebungen bezüglich der Markteinführung nicht als kritisch an. Vielmehr sollte eine adäquate Vorbereitung der Vertriebsstrategie zielführend sein. Zudem hat die LensWista AG den entsprechenden Patentschutz auf die Silikonkontaktlinse sowie das Herstellungsverfahren für die Linsen, so dass eine umfangreiche Nutzung und Monetarisierung des Alleinstellungsmerkmals auf Sicht der kommenden Jahre erfolgversprechend sein sollte.

### **Umsatzprognosen**

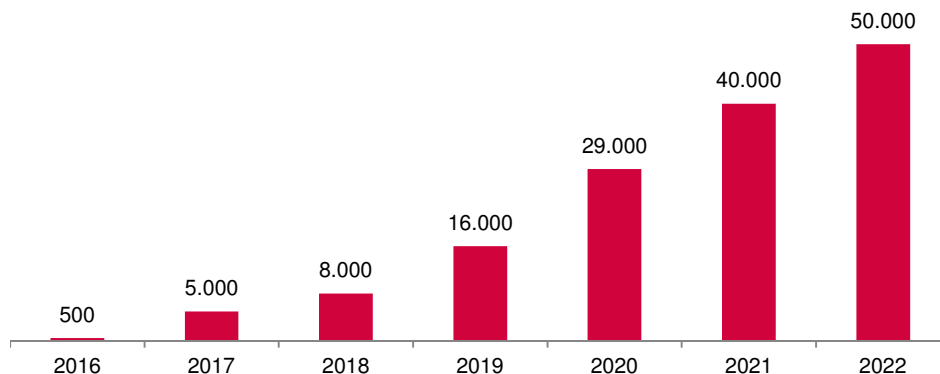
#### **Element SL+**

Der Spezialistenlaunch sieht die direkte Adressierung von Experten für Kontaktlinsen vor. Hierbei kommen in Deutschland vor allem die 600 Kontaktlinsenstudios als Experten in Betracht. Aber auch ausgewählte Optiker und Augenärzte mit eigenen Praxisshops, von denen es in Deutschland rund 5.000 gibt, sollen während des Expertenlaunches angesprochen werden. Um diese zu adressieren, bedarf es insbesondere Vertriebsmitarbeiter, welche entsprechend Kontakt zu den Spezialisten aufnehmen und Informationsveranstaltungen und Schulungen veranstalten oder auf Tagungen und Fachkongressen präsentieren. Zudem werden auch Interessens- und Fachverbände angesprochen, um die Breitenwirkung noch weiter zu fassen. Zunächst ist hierfür geplant, erste Vertriebsmitarbeiter einzustellen. Hierfür bedarf es vor allem entsprechender Investitionen in Mitarbeiter, welche seitens des Vorstands der LensWista AG auf rund 0,50 – 0,70 Mio. € beziffert werden.

Im Zuge dieser gezielten Vertriebsaktivitäten plant das Unternehmen die Nutzerzahlen für die Dauertragelinse Element SL+ schnell steigern zu können. Die nachfolgende Grafik zeigt die erwartete Entwicklung der Nutzerzahlen für die Dauertragelinse Element

SL+ in den kommenden sieben Jahren. Die Linse kann dabei für einen Monat lang Tag und Nacht getragen werden, bevor ein neues Linsenpaar verwendet werden muss. Insofern handelt es sich bei den Erlösen mit den Kontaktlinsen um monatlich wiederkehrende Umsätze, womit sich auch die Umsatzbasis schnell erhöhen und Skaleneffekte generiert werden sollten.

#### Geplante Entwicklung der Nutzer der Element SL+

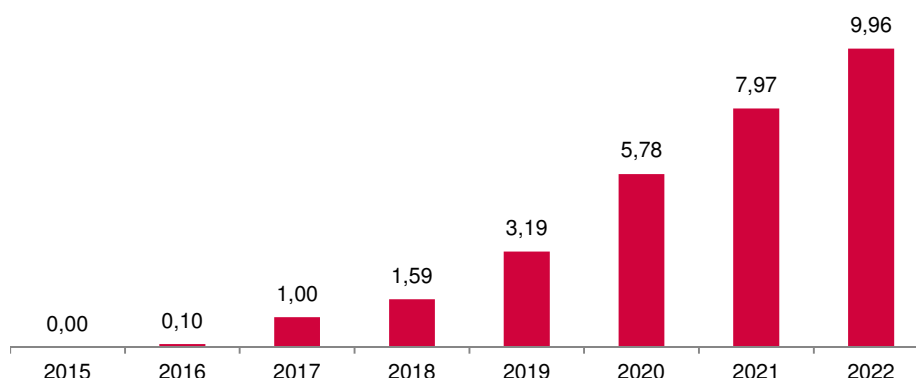


Quelle: GBC

Als empfohlener Bruttoverkaufspreis für Kunden sind seitens LensWista derzeit 39,50 € pro Linsenpaar vorgesehen. Daraus hat das Unternehmen abzüglich Mehrwertsteuer, Vertriebsprovisionen, Logistikkosten etc. einen Nettoabsatzpreis von 16,60 € pro Linsenpaar kalkuliert. Daraus lässt sich gemäß den obigen Nutzerzahlen eine entsprechende Umsatzplanung ableiten.

Die nachfolgende Grafik macht deutlich, dass wir davon ausgehen, dass die Umsatzerlöse während des Spezialistenlaunches zunächst nur langsam ansteigen, in der Folge mit der breiten Vermarktung und den steigenden Nutzerzahlen dann aber deutlich an Dynamik gewinnen.

#### Erwartete Umsatzentwicklung mit der Element SL+



Quelle: GBC

Gegenüber unserer bisherigen Planung ist die Wachstumsdynamik schwächer ausgeprägt und erstreckt sich über einen längeren Planungshorizont. Dabei tragen wir dem Umstand der bisherigen Verzögerungen bei der Markteinführung Rechnung und gehen entsprechend konservativ vor. Am Ende des Planungshorizonts erwarten wir jedoch unverändert eine Größenordnung von rund 10 Mio. € als vorläufiges Umsatzziel.

Dass unsere Umsatzerwartung bis Ende 2022 plausibel gewählt ist, zeigt die umgekehrte Betrachtung der Marktanteile. Bis zum Jahr 2022 plant das Unternehmen



eine Nutzerzahl von rund 50.000 für die Dauertragelinse Element SL+, bei einem Umsatzvolumen von dann 9,96 Mio. €. Ende 2014 gab es 3,24 Mio. Kontaktlinsenträger in Deutschland. Demnach würde LensWista gerade einmal einen Marktanteil von 1,5 % einnehmen. Rechnet man mit einem jährlichen Zuwachs der Kontaktlinsenträger um 2 % (der Durchschnitt der letzten Jahre lag bei 4 %), würde es in 2022 3,80 Mio. Kontaktlinsenträger in Deutschland geben, wobei LensWista dann einen Marktanteil von 1,4 % einnehmen würde.

Anders ausgedrückt, würde der Marktanteil der Silikonlinse bis Ende 2022 über 1,5 % unter allen Kontaktlinsenträgern in Deutschland liegen, zeichnet sich ein nochmals deutlich höheres Umsatzpotenzial ab. Zumindest über einen langfristigen Zeitraum könnte dieser dann zusätzlich noch gehoben werden. Folgende Tabelle stellt das Umsatzpotenzial bei Erreichen bestimmter Marktanteile bis zum Jahr 2022 dar:

Marktanteil unter Kontaktlinsenträgern in Deutschland	Anzahl Nutzer Element SL+	Jährliches Umsatzvolumen in €
	1,0%	32.400
<b>Zielgröße</b>	<b>1,5%</b>	<b>50.000</b>
	5,0%	162.000
	10,0%	324.000

Berechnung: GBC

#### Element BL

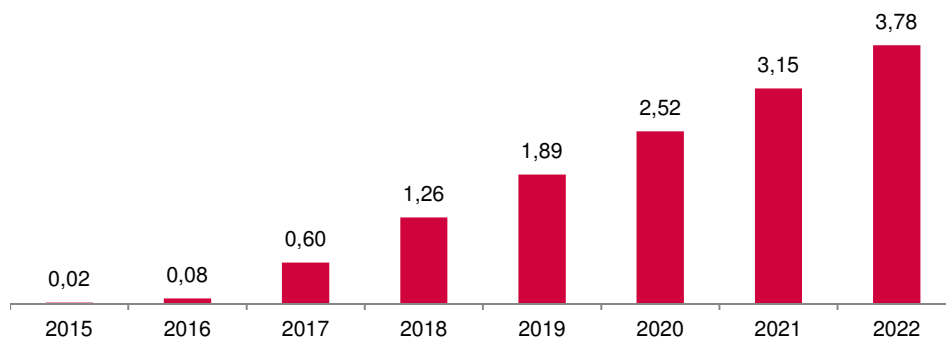
Die Verbandlinse, Element BL, wird zur Behandlung von Hornhautverletzungen eingesetzt und wird damit einzeln und nicht wie die Element SL+ paarweise verkauft. Zudem erfolgt die Nutzung nur temporär und unregelmäßig. Die nachfolgende Tabelle zeigt das jährliche Umsatzpotenzial auf, das die LensWista AG in den kommenden Jahren heben möchte. Derzeit ist die Verbandlinse das einzige Produkt dieser Art auf dem Markt. Aus diesem Grund ist der Verbandlinse Element BL ein hohes Marktpotenzial zuzurechnen, zumal die Vorteile des Produktes klar belegt und sehr maßgeblich gegenüber derzeitigen Behandlungsmethoden sind.

#### Umsatzpotenzialanalyse - Produktbereich Element BL

Hornhautverletzungen pro Jahr in Deutschland deren Behandlung mit einer Verbandlinse erfolgen kann	Bis zu 1.000.000
Angenommener Marktanteil der Verbandlinse	30 %
Potenzielle Anzahl an verkauften Verbandlinsen pro Jahr	bis zu 300.000
Brutto- /Nettoverkaufspreis pro Verbandlinse	15,00 € / 12,61 €
<b>Jährliches Umsatzpotenzial LensWista AG</b>	<b>3.783.000 €</b>

Quelle: GBC

#### Erwartete Umsatzentwicklung mit der Element BL



Quelle: GBC

Auch die Element BL soll dabei über den Expertenlaunch am Markt eingeführt werden. Dabei ist die Zielgruppe in diesem Fall eine andere. Vor allem sollen hierbei operierende Augenärzte adressiert werden, wovon es in Deutschland ca. 2.400 gibt. Augenärzte können die Linsen bei entsprechenden Augenverletzungen oder nach Augenoperationen einsetzen. Zudem kann der Vertrieb an Kliniken erfolgen, welche Augenoperationen vornehmen. Hierzulande wurden vom Management der LensWista AG 144 Kliniken als mögliche Kunden identifiziert.

Die Vertriebskooperation mit der Geuder AG, welche in 2014 geschlossen wurde, hat sich indes nicht als fruchtbar erwiesen. Hintergrund dessen ist unseres Erachtens, dass die Marktakzeptanz der Silikonlinse bei den potenziellen Kunden noch nicht vorhanden war. Daher ist die Markteinführung per Spezialistenlaunch zu begrüßen und als erfolversprechender einzuschätzen.

### **Pflegemittel**

Zur Dauertragelinse Element SL+ und der Verbandlinse Element BL bietet die LensWista AG ein komplementäres Pflegemittel an, welches den Kunden zur Verwendung mit der Silikonlinse empfohlen wird. Daher sollte auch der Absatz des Pflegemittels kongruent zur Nutzeranzahl steigen. Die Annahme der Prognose zur Umsatzentwicklung mit dem Pflegemittel unterstellt dabei einen Neukauf in einem zweimonatigen Turnus. Die Umsatzbeiträge sind dabei als Ergänzung zu betrachten und dürften auch in den kommenden Jahren nur eine untergeordnete Rolle für das Wachstumsszenario spielen. Bis Ende 2022 rechnen wir bei dem Pflegemittel mit Umsatzerlösen in Höhe von 0,83 Mio. €.

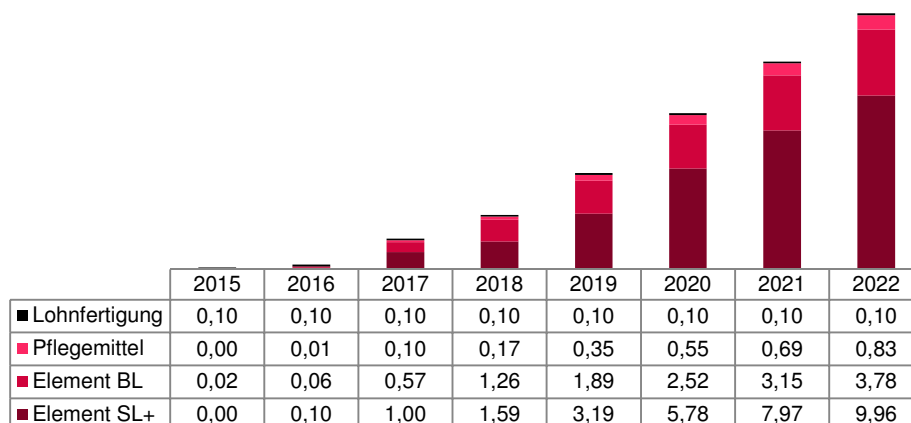
### **Lohnfertigung**

Auch im Bereich der Lohnfertigung sollte die LensWista AG in Zukunft weiterhin Umsatzerlöse erzielen können. Bereits in den vergangenen Geschäftsjahren wurden in diesem Bereich entsprechende Erträge erzielt. Hierbei werden mit dem patentierten Nanobeschichtungsverfahren sogenannte Resomermatrizen als Grundlage zur Herstellung biologischen Materials hergestellt, außerhalb des augenmedizinischen Anwendungsgebiets. Wir rechnen sehr konservativ damit, dass in diesem Bereich Umsatzerlöse in einer Größenordnung der Vorjahre von rund 0,10 Mio. € pro Jahr erzielt werden können. Derzeit befindet sich das Unternehmen mit mehreren potenziellen Kunden in konkreten Gesprächen bzw. bereits in Testphasen, woraus eine Auftragsbeziehung entstehen kann. Da der Ausgang dessen jedoch unklar ist, haben wir die konservativen Annahmen in unseren Prognosen berücksichtigt.

### **Gesamtbetrachtung der Umsatzerlöse**

Insgesamt erwarten wir, dass die LensWista AG ihre Umsatzerlöse in den kommenden sieben Jahren auf 14,67 Mio. € steigern kann. Innerhalb dieses Zeitraums erwarten wir darüber hinaus, dass die LensWista AG den deutschen Markt entsprechend durchdringen und die Möglichkeiten der Marktpenetration weitgehend nutzbar machen kann. Wie oben bereits erwähnt, erwarten wir eine zunächst langsamere Dynamik, da der Expertenlaunch zunächst genutzt wird, um eine Akzeptanz bei Kontaktlinsenspezialisten und Augenärzten aufzubauen, bevor eine breite Markteinführung erfolgen soll. Entsprechend sollte das Wachstumstempo dann ab dem Jahr 2017 und 2018 deutlich zunehmen.

### Erwartete Umsatzentwicklung LensWista AG nach Produkten (in Mio. €)



Quelle: GBC

Die obigen Umsatzprognosen beschreiben lediglich das Szenario eines organischen Wachstums, unter Berücksichtigung des Aufbaus eigener Produktionskapazitäten. Jedoch steht das Management des Unternehmens auch anderen Modellen aufgeschlossen gegenüber. So ist zum Beispiel denkbar, dass das Produktionsverfahren für die Silikonkontaktlinse an einen der großen Linsenhersteller auslizensiert wird und der Großteil der Umsatzerlöse dann über Lizenzgebühren vereinnahmt wird. Auch eine Beteiligung eines strategischen Investors ist im Rahmen der geplanten Kapitalbeschaffung zum Aufbau einer industriellen Produktion ein mögliches Szenario.

Darüber hinaus haben wir weitere Potenziale noch nicht in die obigen Planungen einfließen lassen. So hat die LensWista AG mit der Element SL ein weiteres zertifiziertes Produkt im Portfolio, das bislang jedoch für die Markteinführung nicht vorgesehen wurde. Die Element SL ist eine Tagestragelinse, wie dies bei den meisten derzeit am Markt verfügbaren Produkten der Fall ist, nur dass die Nutzungsdauer mit 90 Tagen deutlich über dem derzeitigen Marktstandard liegt. Allein diese Eigenschaft stellt einen Wettbewerbsvorteil dar, der Kosten und Annehmlichkeitsvorteile für den Kunden bietet. Die positiven gesundheitlichen Aspekte der Silikonlinse kommen darüber hinaus hinzu.

Auch in den Prognosen nicht inbegriffen ist eine Internationalisierung. Jedoch bieten sich natürlich auch weltweit enorme Potenziale der Vermarktung. Derzeit ist auch im globalen Umfeld keine Kontaktlinse auf dem Markt, welche vergleichbare gute Eigenschaften aufweist wie die Silikonkontaktlinse der LensWista AG.

### Ergebnisprognosen

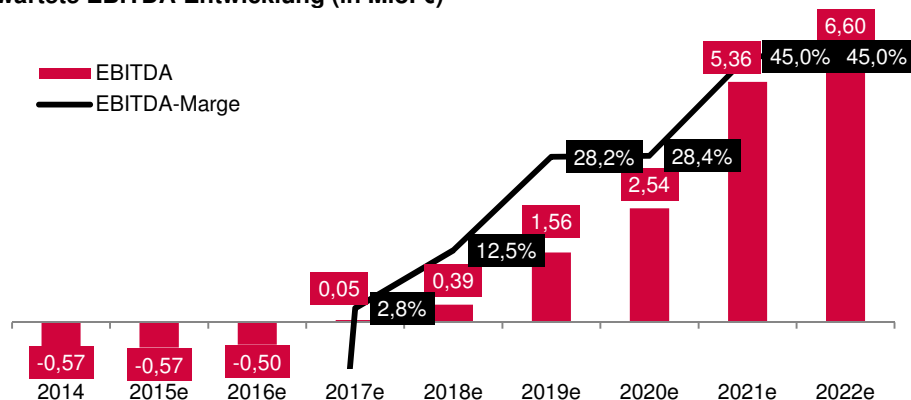
Derzeit ist die Kostenstruktur der LensWista AG sehr schlank aufgestellt, sodass bei einem entsprechenden Umsatzanstieg schnell der Break-even erreicht werden sollte. Wenngleich bereits in 2014 weitere Senkungen bei den operativen Kosten erzielt wurden, sollten in 2015 nochmals Verbesserungen auf allen Kostenpositionen möglich sein. Um den Spezialistenlaunch durchführen zu können, plant das Unternehmen zunächst Investitionen in den Aufbau eines Vertriebsteams, so dass in 2016 dann bereits wieder mit einem Anstieg der Personalaufwendungen zu rechnen ist.

Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen ist für 2015 zu erwarten, dass diese nochmals signifikant niedriger ausfallen werden als in 2014. Hintergrund sind vor allem niedrigere Beratungskosten sowie Werbe- und Reisekosten. Auch für 2016 rechnen wir mit weiteren Einsparungen, vor allem im Bereich der Verwaltungskosten.

Den größten Werttreiber stellen jedoch die Materialaufwendungen dar. Mit dem Hochfahren der Produktion im Jahr 2016, aber vor allem dann im Zuge der Investitionen in die Industrialisierung der Produktion, sollte es ab 2017 zu einer deutlichen Steigerung der Materialaufwendungen kommen. Diese betreffen im Rahmen der Herstellung der Silikonkontaktlinsen unter anderem die Kosten für die Formen, das Silikon und die Verpackung. Mittelfristig sollten dabei Rohertragsmargen in Höhe von rund 75 % erreichbar sein, da bei großen Mengen Skaleneffekte in der Herstellung erzielt werden können.

Im Zuge dessen gehen wir davon aus, dass das EBITDA in den Geschäftsjahren 2015 und 2016 auf Grund der niedrigen Umsatzbasis zunächst noch negativ ausfallen sollte. Mit Abschluss des Expertenlaunches und der dann zu erwartenden spürbaren Belebung der Umsatzerlöse sollte schnell, bereits im GJ 2017, ein positiver EBITDA-Beitrag möglich sein. In der Folge gehen wir davon aus, dass die Skaleneffekte in der Produktion und die Fixkostendegression ihre Wirkung entfalten, so dass wir für das GJ 2022 mit einem EBITDA von 6,60 Mio. € rechnen. Die EBITDA-Marge sollte dann bei 45,0 % liegen.

#### Erwartete EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC

Auf der Nettoebene erwarten wir, dass die LensWista AG in 2019 erstmals schwarze Zahlen schreibt, mit deutlich steigenden Werten in den Folgejahren. Nach Abschluss der Investitionen in den Aufbau der Produktion sollten die Abschreibungen ab 2017 keinen weiteren Steigerungen unterliegen. Da die Finanzierung dessen per Eigenkapital erfolgen soll und die bestehende Fremdfinanzierung im Rahmen einer Kapitalerhöhung abgelöst werden sollte, gehen wir davon aus, dass in den kommenden Jahren kein Zinsaufwand anfällt. Auf Grund hoher steuerlicher Verlustvorträge von über 10 Mio. € Ende 2014, sollte im Betrachtungszeitraum bis 2022 nur die Mindestbesteuerung zum Tragen kommen, so dass wir mit Steuerquoten von 12 % rechnen. Am Ende des mittelfristigen Planungshorizonts erwarten wir für das Jahr 2022 dann einen Jahresüberschuss in Höhe von 5,37 Mio. €.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die LensWista AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015, 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir degressive Steigerungen beim Umsatz von 77,0 % auf 23,2 % bis zum Jahr 2022. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 45,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir ab 2019 mit 12 % berücksichtigt, da derzeit noch über 10 Mio. € steuerlich nutzbare Verlustvorträge bestehen. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5 % sowie eine Steuerquote von 30 %. Die Bewertung ist nach der Post-Money-Betrachtung erfolgt. Dabei haben wir Kapitalerhöhungen für das GJ 2015 um weitere 0,5 Mio. € und für das GJ 2016 um 8,0 Mio. € antizipiert. Hintergrund dessen ist, dass die zukünftige Entwicklung nur in der in dieser Studie dargestellten Form stattfinden kann, wenn dem Unternehmen entsprechend Mittel zugeführt werden, um in der Phase des Expertenlaunches einen Vertrieb und ab 2016 dann eine industrielle Herstellung für die Kontaktlinsen aufzubauen.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der LensWista AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 %.**

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,88, wobei wir darin einen Risikoaufschlag für das noch frühe Unternehmensstadium sowie das geringe Handelsvolumen in der Aktie berücksichtigt haben.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,6 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,2 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,2 % errechnet. Der daraus resultierende **faire Unternehmenswert zum Ende des Geschäftsjahres 2016 beträgt damit 34,08 Mio. €**. Unseren bisherigen fairen Wert von 35,74 Mio. € haben wir damit geringfügig abgesenkt. Bei einer Aktienanzahl von dann erwartet 17,1 Mio. Stück entspricht dies einem vollverwässerten **Wert pro Aktie von 2,00 €**. Das gegenüber unserem bisherigen Kursziel von 2,75 € reduzierte Niveau ist damit fast vollständig auf den erhöhten geplanten Verwässerungseffekt im Zuge der avisierten Kapitalerhöhungen zurückzuführen.

## DCF-MODELL

### LensWista AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	23,2%->100%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	2,8%-45,0%	ewige EBITA - Marge	42,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,8%-8,2%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	2,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	0,12	0,27	1,77	3,13	5,52	8,95	11,91	14,67	
US Veränderung	-62,0%	137,4%	547,3%	77,0%	76,6%	62,0%	33,1%	23,2%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	0,15	0,25	0,21	0,39	0,73	1,26	1,81	2,41	
EBITDA	-0,57	-0,50	0,05	0,39	1,56	2,54	5,36	6,60	
EBITDA-Marge	-491,3%	-183,5%	2,8%	12,5%	28,2%	28,4%	45,0%	45,0%	
EBITA	-0,76	-0,69	-0,45	-0,11	1,06	2,04	4,86	6,10	
EBITA-Marge	-656,5%	-253,1%	-25,5%	-3,5%	19,1%	22,8%	40,8%	41,6%	42,5%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,13	-0,25	-0,58	-0,73	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,76	-0,69	-0,45	-0,11	0,93	1,80	4,28	5,37	
Kapitalrendite	-92,6%	-96,0%	-40,8%	-1,3%	11,4%	23,3%	58,8%	78,6%	70,2%
Working Capital (WC)	-0,06	0,01	0,04	0,06	0,11	0,18	0,24	0,29	
WC zu Umsatz	-55,9%	3,3%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Investitionen in WC	-0,09	-0,07	-0,03	-0,02	-0,05	-0,07	-0,06	-0,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,78	1,09	8,59	8,09	7,59	7,09	6,59	6,09	
AFA auf OAV	-0,19	-0,19	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
AFA zu OAV	24,2%	17,4%	5,8%	6,2%	6,6%	7,0%	7,6%	8,2%	
Investitionen in OAV	0,00	-0,50	-8,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investiertes Kapital	0,72	1,10	8,63	8,16	7,70	7,27	6,83	6,39	
EBITDA	-0,57	-0,50	0,05	0,39	1,56	2,54	5,36	6,60	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,13	-0,25	-0,58	-0,73	
Investitionen gesamt	-0,09	-0,57	-8,03	-0,02	-0,05	-0,07	-0,06	-0,06	
Investitionen in OAV	0,00	-0,50	-8,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in WC	-0,09	-0,07	-0,03	-0,02	-0,05	-0,07	-0,06	-0,06	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,66	-1,07	-7,98	0,37	1,38	2,23	4,72	5,81	49,54
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	23,83	27,58							
Barwert expliziter FCFs	0,31	1,42							
Barwert des Continuing Value	23,51	26,15							
Nettoschulden (Net debt)	0,42	-6,50							
Wert des Eigenkapitals	23,40	34,08							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	23,40	34,08							
Ausstehende Aktien in Mio.	9,08	17,08							
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,58	2,00							

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,88
Eigenkapitalkosten	11,6%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	28,7%
WACC	11,2%

Kapitalrendite	WACC				
	9,2%	10,2%	11,2%	12,2%	13,2%
50,2%	2,03	1,75	1,54	1,38	1,25
60,2%	2,35	2,02	1,77	1,57	1,42
70,2%	2,68	2,29	2,00	1,77	1,58
80,2%	3,01	2,56	2,22	1,96	1,75
90,2%	3,33	2,83	2,45	2,15	1,91

## ANHANG

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.



**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.



(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@gbc-ag.de).

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Finanzanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

Sonstige an der Studiienerstellung beteiligte Personen:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)