

CO.DON

Reuters: CNWK.DE

Bloomberg: CNWK:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Schlusskurs: EUR 6,49

Kursziel: EUR 9,60 (bislang EUR 12,50)

Unsicherheit der Erstattung wird 2018 endgültig beseitigt

Nach der Erlangung der europaweiten Zulassung für das Gelenkknorpelprodukt Spherox ergaben sich im zweiten Halbjahr 2017 in mehreren Bundesländern Unklarheiten über die Kostenerstattung des Vorgängerprodukts CO.DON chondrosphere. Damit konnte das Ziel eines zweistelligen Umsatzwachstums nicht erreicht werden. Da CO.DON von den Unsicherheiten bei der Erstattung von nicht EU-zugelassenen Produkten für neuartige Therapien in geringem Maße auch noch im laufenden Jahr belastet sein wird, haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen überarbeitet. Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der CO.DON AG, nehmen jedoch unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell ermitteltes Kursziel auf EUR 9,60 von EUR 12,50 je Aktie zurück.

2017 im Überblick

Mit Umsätzen im Geschäftsjahr 2017 von EUR 5,964 Mio. (Vorjahr EUR 5,598 Mio., +6,5% YoY) konnte die Guidance, die ein zweistelliges Wachstum vorsah, nicht erreicht werden. Ursächlich hierfür war unter anderem ein Gutachten des Medizinischen Dienstes der Krankenversicherung (MDK), wonach zukünftig nur noch von der Europäischen Arzneimittel-Agentur EMA zugelassene Produkte für eine Kostenerstattung in Betracht gezogen werden. Mit dieser Entscheidung lehnte der MDK die Erstattung der Kosten, die bei einer Behandlung mit CO.DON chondrosphere, dem Vorgängerprodukt des Gelenkknorpelprodukts Spherox, sowie von diversen Konkurrenzprodukten anfallen, in mehreren Bundesländern ab. Für Kliniken, die bereits auf die Behandlung mit Spherox umgestellt haben – für die seit Juli 2017 eine EMA-Zulassung vorliegt – ist weiterhin die Kostenerstattung gesichert. Mit fortschreitender Umstellung der Krankenhäuser von der bisher für CO.DON chondrosphere gehandhabten Ausnahmegenehmigung der „Hospital Exemption“ auf das EU-weit zugelassene Arzneimittel Spherox wird diese Unsicherheit bei der Erstattung von nicht EU-zugelassenen Produkten für neuartige Therapien (sog. „Advanced Therapeutic Medicinal Product“) sukzessive verringert bzw. endgültig beseitigt.

Bedingt durch einen deutlichen Anstieg der Personalaufwendungen aus einem Mitarbeiteraufbau vor allem für Vertrieb und Marketing und höhere sonstige betriebliche Aufwendungen hat sich das **Betriebsergebnis** 2017 auf EUR -6,977 Mio. von EUR -3,648 Mio. im Jahr 2016 verschlechtert.

Deutlich angestiegen im Jahresvergleich sind die **Sachanlageinvestitionen**, von EUR 0,169 Mio. in 2016 auf 3,962 Mio. in 2017. Ursächlich waren Anzahlungen für Maschinen und Anlagen der neuen Reinraum-Produktionsstätte in Leipzig. Das gesamte Investitionsvolumen beträgt im Bereich der Maschinenanlagen rund EUR 10 Mio., die Fertigstellung der Anlage wird für 2019 avisiert.

Q1/2018-Eckdaten

Neben dem Jahresabschluss 2017 wurden auch Eckdaten für das erste Quartal 2018 veröffentlicht. Danach konnten im ersten Quartal 2018 die Umsätze auf EUR 1,692 Mio. von EUR 1,576 Mio. um 7,3% gesteigert werden. Auslandsumsätze wurden bislang noch nicht erlöst.

ISIN/WKN: DE000A1K0227 / A1K022
Indizes: CDAX, General All-Share
Transparenzlevel: General Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 19,5 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 126,3 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 10.000 Aktien
Hauptversammlung: 07. Juni 2018

EUR Mio. (31/12)	2016	2017	2018e	2019e
Nettoumsatz	5,6	6,0	7,7	11,3
EBITDA	-3,4	-6,7	-6,6	-3,8
EBIT	-3,6	-7,0	-7,4	-5,1
EBT	-3,6	-7,1	-7,4	-5,2
EAT	-3,7	-7,1	-6,3	-4,4

% vom Umsatz	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	-61%	-113%	-87%	-34%
EBIT	-65%	-117%	-97%	-46%
EBT	-65%	-118%	-96%	-46%
EAT	-65%	-118%	-82%	-39%

Je Aktie/EUR	2016	2017	2018e	2019e
EPS	-0,23	-0,36	-0,32	-0,23
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,17	0,83	0,51	0,28
Cashflow	-0,22	-0,81	0,14	-0,15

%	2016	2017	2018e	2019e
EK-Quote	65%	85%	64%	37%
Gearing	-72%	-16%	18%	90%

x	2016	2017	2018e	2019e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	8,26	22,92	16,27	10,74
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	16,0	8,3	12,8	23,0

EUR Mio.	2018e	2019e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a
Guidance: EBITDA	n/a	n/a



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

Veröffentlichung einer Guidance 2018e

Ebenfalls im Jahresabschluss wurde eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2018e veröffentlicht. Demnach geht der Vorstand von einer positiven Umsatzentwicklung im laufenden wie auch in den folgenden Jahren aus. Aufgrund der hohen Markteintrittsaufwendungen in den adressierten europäischen Ländern rechnet der Vorstand für das Geschäftsjahr 2018e mit einem Jahresfehlbetrag zumindest in der Höhe des Vorjahres.

Nach der Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2017 und der Guidance 2018e haben wir unsere Mittelfristprognose überarbeitet. Dabei gehen wir nun von einer langsameren Durchdringung der Auslandsmärkte aus als bislang. Ungeachtet dessen werden nach unserer Einschätzung im Jahr 2021e rund 27,8% der Konzern Erlöse in den von CO.DON als A- und B-Länder qualifizierten europäischen Auslandsmärkte erwirtschaftet. Per Saldo ergibt sich damit mit einer Umsatz-CAGR 2016-21e von 36,3% ein deutlich dynamischeres Wachstum als im vergangenen Fünfjahreszeitraum (19,3%).

Durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate 2016-21e von 36,3%

Getragen von der von uns erwarteten Preisstrategie in Verbindung mit einer sukzessiven Marktdurchdringung ergibt sich für CO.DON eine dynamische Umsatzentwicklung (vgl. nachstehende Tabelle 3). Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten für den Zeitraum 2016-21e liegen in unserem Modell bei 36,3%. Insgesamt erwarten wir, dass CO.DON bis zum Jahr 2021e einen Auslandsanteil von 27,8% erwirtschaften wird.

TABELLE 1: UMSATZENTWICKLUNG CO.DON

		2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Anzahl Transplantationen		1.680	1.850	2.145	2.536	2.952	3.513
Deutschland		1.680	1.850	2.100	2.310	2.516	2.712
Ausland		0	0	45	226	437	801
davon A-Länder		0	0	45	126	247	458
davon B-Länder		0	0	0	100	190	343
davon C-Länder		0	0	0	0	0	0
Umsatz	EUR Mio.	5,6	6,0	7,7	11,3	19,1	26,3
Deutschland	EUR Mio.	5,6	5,8	7,2	9,2	15,1	19,0
Ausland	EUR Mio.	0,0	0,2	0,5	2,1	4,0	7,3
davon A-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	0,5	1,3	2,5	4,6
davon B-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,8	1,5	2,7
davon C-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	10,1%	6,5%	28,3%	47,6%	68,9%	37,9%
Deutschland	%	11,6%	3,0%	25,0%	28,3%	63,4%	25,8%
Ausland	%	-100,0%	n/a	125,0%	356,7%	94,0%	83,7%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	178,9%	96,5%	85,7%
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	90,0%	80,5%
davon C-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Umsatzanteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	100,0%	96,6%	94,1%	81,8%	79,1%	72,2%
Ausland	%	0,0%	3,4%	5,9%	18,2%	20,9%	27,8%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	5,9%	11,1%	12,9%	17,4%
davon B-Länder	%	n/a	n/a	0,0%	7,1%	8,0%	10,4%
davon C-Länder	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Unterdurchschnittlich steigende Kosten

Für die einzelnen Kostenarten rechnen wir mit folgender Entwicklung:

- Ⓢ Mit Erreichung der EU-weiten Zulassung werden sich die intern als „strategisch“ bezeichneten **Zulassungskosten** weiter zurückbilden.
- Ⓢ Die Herstellung körpereigener Knorpelzelltransplantate ist ein relativ personalintensives Geschäftsmodell. Ende 2017 beschäftigte CO.DON 92 Mitarbeiter. Die Personalaufwandsquote im Verhältnis zu den Umsätzen lag im vergangenen Jahr bei 80,5%, die durchschnittlichen Pro-Kopf-Löhne bei etwa EUR 59.200 pro Jahr. Wir gehen davon aus, dass CO.DON in jedem der genannten A-Länder zwei bis drei Vertriebsmitarbeiter beschäftigen wird. Daraus lässt sich eine im Vergleich zum Umsatz deutlich unterproportionale Entwicklung der **Personalaufwendungen** ableiten. Per Saldo rechnen wir mit einem Rückgang der Personalaufwandsquote auf 28,1% (2021e).
- Ⓢ Die **Materialaufwendungen** werden deutlich von rückläufigen Kosten aus der EU-Zulassung profitieren. Wir rechnen damit, dass die Materialaufwandsquote in etwa auf dem im Vorjahr erreichten Niveau von 10,5% bleiben wird. Damit ergibt sich eine Rohertragsmarge von 89,5%. Wir gehen davon aus, dass eine operative Rohertragsmarge in dieser Größenordnung den Normalfall darstellt.
- Ⓢ Unter den **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** finden sich vor allem Marketingaufwendungen, u. a. für die Durchführung des Berliner Knorpelsymposiums, sowie klassische betriebliche Aufwendungen (vor allem Energie- und Transportkosten, Miete und Leasing, Versicherungen, Gebühren, Marketing und Vertrieb sowie IR, Rechts- und Beratungskosten, IT-, Telekommunikations- und Reisekosten etc.). Vor dem Hintergrund des von uns erwarteten Anstiegs des Geschäftsvolumens gehen wir trotz steigender Transportkosten von einer tendenziell rückläufigen betrieblichen Aufwandsquote aus.
- Ⓢ Bislang war das Geschäftsmodell von CO.DON wenig kapitalintensiv. Angaben gemäß liegt das Werk in Teltow bei einer jährlichen Kapazität von 2.500 Transplantaten. Obwohl Spherox eine um 25% bis 30% schnellere Inkubationszeit hat als CO.DON chondrosphere, hat sich das Unternehmen entschlossen, in einen eigenen zusätzlichen Reinraum zu investieren. Dieser entsteht aktuell in Leipzig. Das damit verbundene Investitionsvolumen beläuft sich auf rund EUR 10 Mio.

Ab 2020e wird CO.DON auf EBITDA-Ebene profitabel

Im vergangenen Jahr erzielte CO.DON ein EBITDA von EUR -6,7 Mio. Bedingt durch die Anlaufverluste aus dem europaweiten Roll-Out gehen wir in Anlehnung an die Guidance 2018e im laufenden Geschäftsjahr von einem Verlust in vergleichbarer Größenordnung aus. Für 2019e gehen wir von einer deutlichen Ergebnisverbesserung aus, für 2020e vom Erreichen eines deutlich positiven operativen Ergebnisses. Bis zum Ende unserer Detailplanungsphase im Jahr 2021e rechnen wir mit einem weiteren Anstieg des operativen Ergebnisses auf dann EUR 8,4 Mio. Bezogen auf die Gesamtleistung entspricht dies einer von uns erwarteten EBITDA-Marge von 31,9%.

TABELLE 2: ERGEBNISENTWICKLUNG CO.DON

		2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
EBITDA	EUR Mio.	-3,4	-6,7	-6,6	-3,8	3,1	8,4
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	-59,8%	-107,4%	-86,7%	-34,0%	16,4%	31,9%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

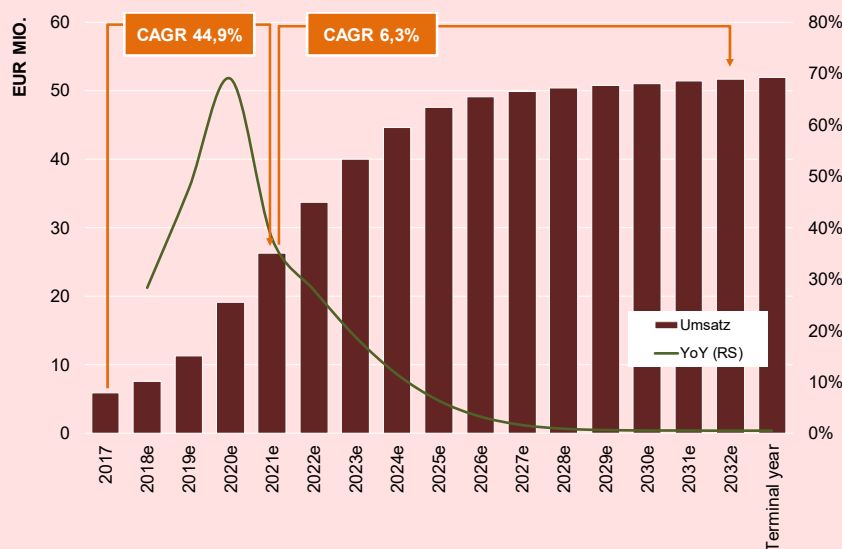
Nach Überarbeitung unserer Mittelfristprognose und Anpassung der bewertungsrelevanten Parameter errechnet sich aus unserem dreiphasigen DCF-Entity-Modell ein Kursziel von EUR 9,60 (bislang 12,50) je Aktie (Base Case-Szenario). Auf Sicht von zwölf Monaten entspricht unser Kursziel gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 6,49 je Aktie einem erwarteten Kurssteigerungspotenzial von 47,9%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der CO.DON AG.

Unser Hauptbewertungsverfahren für CO.DON ist ein standardisiertes dreistufiges und vollständig integriertes DCF-Entity-Modell

Abgesehen von den EU-Zulassungskosten ist das Geschäftsmodell von CO.DON wenig kapitalintensiv: Der Kapitalbedarf in Sachanlagen war in den letzten Jahren vernachlässigbar, das Working Capital stagniert seit einigen Jahren. Abgesehen von dem geplanten Neubau der Reinraumanlage in Leipzig ist die Finanzierung des zukünftigen Wachstums daher nach unserer Einschätzung nicht mit hohen Nettoinvestitionen verbunden. Daraus lässt sich aus dem Geschäftsmodell von CO.DON eine grundsätzlich hohe Cash Conversion Rate ableiten. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario sehen wir daher in einem langfristig angelegten standardisierten dreiphasigen DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien der CO.DON AG (Primärmethode).

Bis 2021e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite, zehnjährige Grobplanungsphase, die 2032e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase (2017-21e bzw. 2021e-32e) belaufen sich auf 44,9% bzw. 6,3%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Segment-, Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2017-21e in Höhe von 44,9%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2032e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 6,3% veranschlagt. Entsprechend der Lebenszyklustheorie haben wir dabei im Zeitablauf rückläufige Umsatzwachstumsraten unterstellt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen

wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

- Ⓢ dass eine Erweiterungsinvestition in eine zusätzliche Reinraumproduktionsanlage in Leipzig mit einem Investitionsvolumen von EUR 10,0 Mio. durchgeführt werden wird;
- Ⓢ ein Fundamental-**beta** für das laufende Jahr von 1,2, das wir in Ermangelung statistisch signifikanter Börsenkurse aus den folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Risikofaktoren bestimmen:

TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA 2018

Diversifizierungsgrad	0,05
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,05
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	1,20

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- Ⓢ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Umsatzerlöse) von 26,5% in 2021e auf 50,7% in 2032e (gleichbedeutend mit den Peak Margins des Unternehmens) sukzessive erhöhen werden;
- Ⓢ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 50,0% liegen;
- Ⓢ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt;
- Ⓢ dass der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode aufgrund von steuerlichen Verlustvorträgen in Höhe von derzeit etwa EUR 57,2 Mio. (zum Jahresende 2017, eigene Schätzung) bis einschließlich 2024e auf dem jeweiligen Mindeststeuersatz liegen und sich nach deren Verbrauch an einem Durchschnittsniveau von 25,0% orientieren wird;
- Ⓢ eine statistische **Ausfallwahrscheinlichkeit** des Unternehmens im Terminal Value von 2,8% pro Jahr. Diese basiert auf einem von uns aus dem aktuellen Netto-Liquiditätsbestand von EUR 2,6 Mio. abgeleiteten synthetischen Rating von BB+ und einer unterstellten Recovery Rate von 10%.
- Ⓢ dass die von CO.DON in diesem Jahr erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 5,8% diskontiert werden. Neben dem Fundamental-beta von 1,2 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 3,8% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 0,5% angesetzt, der sich aus einer Small Caps-Liquiditätsprämie der Aktie (0,5%) rechtfertigen lässt. Mit einem erwarteten synthetischen Unternehmensrating von BB+ sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 7,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass CO.DON eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 80%/20% anstrebt;

TABELLE 4: DIE DURCHSCHNITTLICHEN GEWICHTETEN KAPITALKOSTEN (WACC)

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM	%	5,2%
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Fundamental-beta		1,2
Erwartete Risikoprämie	%	3,8%
Small Cap-Prämie	%	0,5%
Management-Prämie	%	0,0%
Liquiditätsprämie	%	0,5%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	80,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	4,5%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	7,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	7,6%
Steuerquote (normalisiert)	%	14,5%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	6,5%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	20,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	1,3%
WACC basierend auf Marktwerten	%	5,8%

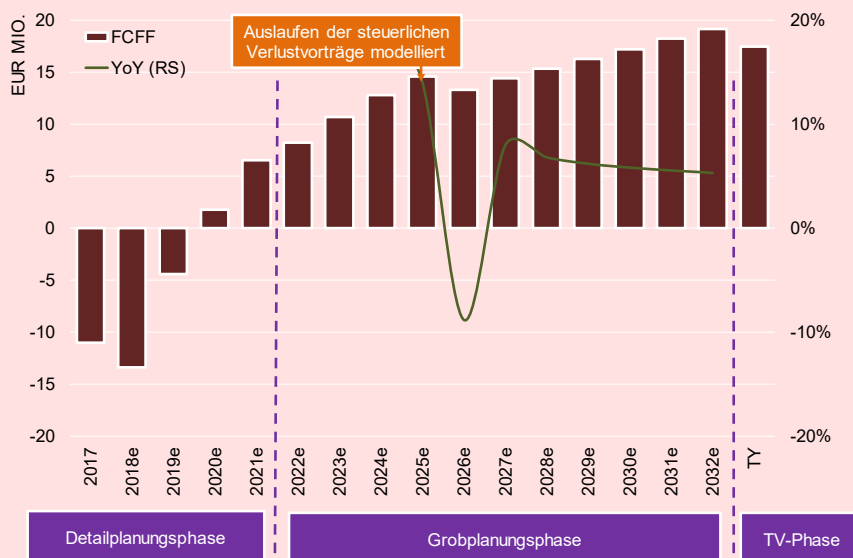
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- Ⓢ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger).
- Ⓢ dass CO.DON in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 5,8% (2018e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer langfristig in Deutschland zu beobachtenden Risikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

Dynamische Entwicklung der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2017 bis 2032e. Für das Jahr 2026e erwarten wir aufgrund des Auslaufens der steuerlichen Verlustvorträge einen Rückgang der Freien Cashflows. Im Terminal Value modellieren wir aufgrund des dann modellimmanenten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen Rückgang der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes darstellt.

ABBILDUNG 2: FCFF UND FCFF-WACHSTUM



Während der Detailplanungsphase bis 2021e haben wir erhebliche Investitionen in die neue Reinraum-anlage in Leipzig sowie in den Auf-bau einer europaweiten Vermark-tung unterstellt, während in der an-schließenden Grobplanungsphase im Wesentlichen nur noch Erhal-tungsinvestitionen angenommen werden.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 9,60 je Aktie

Der aus unserem Modell abgeleitete Enterprise Value liegt bei EUR 184,6 Mio. Aus diesem werden etwa 54,4% über den Terminal Value abgeleitet, 51,5% bzw. -5,9% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cash-flows. Unter Hinzurechnung der Nettofinanzposition von EUR 2,6 Mio. (per Ende 2017) ergibt sich bezogen auf 19,5 Mio. Stück Aktien ein Wert des Eigenkapitals von EUR 9,60 je Aktie.

TABELLE 5: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

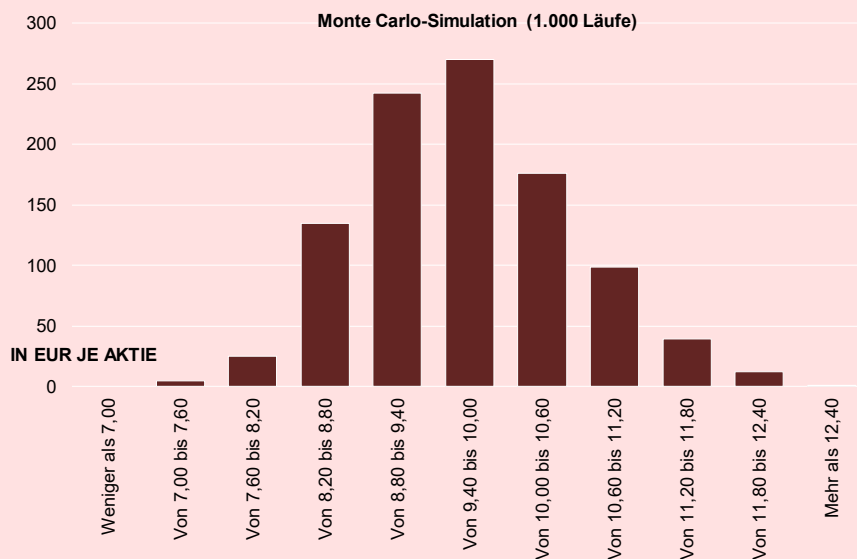
PV (Terminal Value)	EUR Mio.	100,4
in % des Enterprise Value	%	54,4%
PV (CF Detailplanungsphase)	EUR Mio.	-10,8
in % des Enterprise Value	%	-5,9%
PV (CF Grobplanungsphase)	EUR Mio.	95,0
in % des Enterprise Value	%	51,5%
Enterprise Value	EUR Mio.	184,6
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0
Cash	EUR Mio.	2,6
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	187,2
Anzahl Aktien	Mio.	19,5
Kursziel je Aktie	EUR	9,60

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Monte Carlo-Analyse

In einer Monte Carlo-Simulation wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value noch weiter ausge-dehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Dabei zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 173,5 Mio. bzw. über EUR 280,2 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Je Aktie entsprechen diese Angaben Kursen von EUR 7,00 und EUR 13,00 (vgl. nachstehende Abbildung 3).

ABBILDUNG 3: SZENARIOANALYSE ANHAND MONTE CARLO-SIMULATION



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden. Das Ergebnis ist eine linkssteile (rechtsschiefe) Verteilung mit einem Modus bei Werten des Eigenkapitals zwischen EUR 9,40 und EUR 10,00 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals von EUR 9,60 je Aktie wäre CO.DON mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

X	Bewertung mit EUR 9,60 je Aktie			Bewertung zum aktuellen Kurs		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	79,7x
EV/Umsatz	24,2x	16,1x	9,7x	16,3x	10,7x	6,5x
EV/EBITDA	n/a	n/a	59,1x	n/a	n/a	39,8x
KBV	18,9x	34,1x	26,4x	12,8x	23,0x	17,9x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir bestätigen unser Buy-Rating

Auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten rechnen wir mit einem Erreichen des Kursziels von EUR 9,60 je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 6,49 ergibt sich dementsprechend ein Kurspotenzial von 47,9%. Daher bestätigen wir unser Buy-Rating die Aktie der CO.DON AG.

Risiken für das Erreichen unseres Kursziels

Für das Erreichen unseres Kurszieles bestehen nach u. E. die Risiken, dass (1) für die im Ausland im Zeitraum ab 2009 erzielten Umsätze nachträglich Umsatzsteuer festgesetzt wird – allerdings hat sich dieses Risiko durch die seit dem Geschäftsjahr 2010 geänderte Gesetzeslage Angaben gemäß wesentlich reduziert; (2) die angestrebte Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten nur zu höheren Aufwendungen möglich ist als bislang erwartet. Jeder der beiden genannten Risikofaktoren hätte Anpassungen im Bewertungsprozess zur Folge. Investoren sollten ferner die vereinzelt hohe Volatilität der Aktie berücksichtigen.

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von CO.DON in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über den aktuellen

Stand des EU-weiten Roll-Out und **(2)** eine in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive verbesserte Ertragslage.

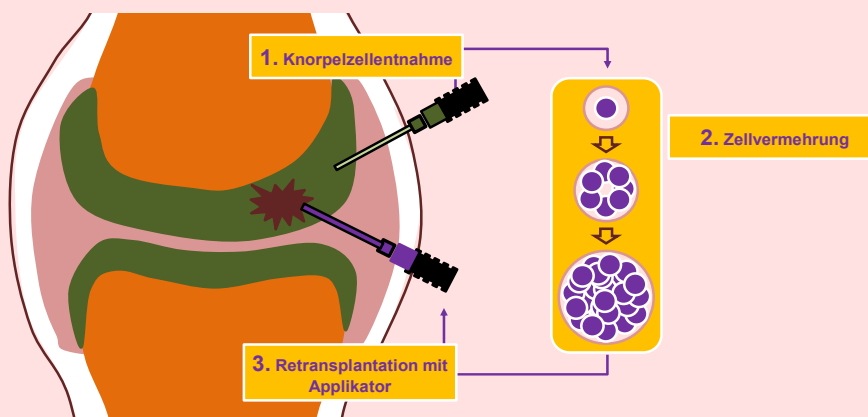
Mit der EU-weiten Zulassung des Gelenkknorpelprodukts Spherox ist CO.DON nach unserer Einschätzung auf absehbare Zeit Alleinanbieter eines körpereigenen Humanarzneimittels zur Behandlung von degenerativen und traumatischen Knorpeldefekten im Knie in Europa.

Geschäftsmodell: Pionier im Bereich Tissue Engineering

Gegründet 1993 ist CO.DON der weltweit führende kommerzielle, minimalinvasive humanmedizinische Hersteller von Zell- und Gewebetransplantaten aus patienteneigenen (autologen) Zellen für den Einsatz bei Knorpeldefekten. 2017 erhielt CO.DON die EU-weite Zulassung durch Europäische Arzneimittelbehörde (EMA) für das Arzneimittel Spherox.

Die Indikation umfasst die Reparatur von symptomatischen Gelenkknorpelschäden der Femurkondyle und der Kniescheibe mit Defektgrößen bis zu 10 cm² bei Erwachsenen im Alter von 18 bis 50 Jahre. Damit ist Spherox das derzeit einzige EMA-zugelassene Arzneimittel für neuartige Therapien (Advanced Therapy Medicinal Product, ATMP) zur Behandlung von Gelenkknorpelschäden. Spherox (bzw. dessen Vorgänger CO.DON chondrosphere), wurde in mehr als 150 Kliniken mehr als 12.000 Mal erfolgreich zur Regeneration und Funktionswiederherstellung nach traumatischen (wie z. B. nach Sportunfällen) und degenerativen Kniegelenkknorpelschäden angewendet.

ABBILDUNG 4: DREISTUFIGER ABLAUF DER AUTOLOGEN KNORPELZELLTRANSPLANTATION



Das Prinzip der autologen Knorpelzelltransplantation besteht aus drei Einzelschritten, die in einem zeitlichen Intervall von einigen Wochen durchgeführt werden: Aus einem Biopsat körpereigenen Knorpels werden in einem In-vitro-Prozess die entnommenen Knorpelzellen vermehrt und anschließend in den Knorpeldefekt retransplantiert.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Erhebliches Marktvolumen in Deutschland und der EU

Die Arthroskopie des Kniegelenks ist ein minimal-invasiver chirurgischer Eingriff, bei dem der Gelenkinnenraum mit einer Kamera untersucht und behandelt wird. In Deutschland werden pro Jahr rund 425.000 Arthroskopien am Kniegelenk durchgeführt. Davon entfallen etwa 390.000 Eingriffe auf Verschleißerscheinungen (degenerativ) und 35.000 Eingriffe auf spontane Kreuzbandverletzungen (meist Unfälle).

Etwa die Hälfte aller Arthroskopien geht auf Knorpelschäden zurück, wovon laut Unternehmensaussagen etwa 10% für eine Behandlung durch CO.DON geeignet sind. In Deutschland liegt das von CO.DON adressierte Marktvolumen mithin bei etwa 20.000 Behandlungen pro Jahr. Bei einer Einwohnerzahl von 82,2 Mio. bedeutet dies, dass in Deutschland pro Jahr etwa 0,025% der Bevölkerung eine Behandlung mit Spherox erhalten könnten.

Hochgerechnet auf die EU errechnet sich bei ebenfalls konservativer Betrachtungsweise ein Potenzial von über 115.000 potenziellen Kniegelenksbehandlungen pro Jahr.

Deutlich höhere Preisannahmen im Ausland als im Inland

In Deutschland wird CO.DON chondrosphere aktuell in einer Preisbandbreite von etwa EUR 3.500 bis EUR 4.000 je Behandlung angeboten. Für Spherox wird infolge der Produktvorteile ein deutlich höherer Preis angestrebt. Wir gehen davon aus, dass CO.DON in den zunächst bevorzugten A-Ländern (B-Ländern) einen Preis von durchschnittlich EUR 10.000 (EUR 8.000) pro Behandlung erzielen wird. Überdies rechnen wir damit, dass CO.DON in Deutschland nach dem erfolgten Produktstart von Spherox eine sukzessive Anhebung auf EUR 7.000 pro Behandlung durchsetzen wird.

Per Saldo errechnen wir für Spherox innerhalb der EU ein Marktpotenzial von rund EUR 1.140,0 Mio.

TABELLE 7: EU-MARKTPOTENZIAL 2021E

Marktvolumen	EUR Mio.	1.140,0
Deutschland	EUR Mio.	120,0
Ausland	EUR Mio.	1.020,0
davon A-Länder	EUR Mio.	700,0
davon B-Länder	EUR Mio.	320,0
davon C-Länder	EUR Mio.	n/a

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Umsätze	EUR Mio.	1,5	1,8	2,1	2,3	2,7	3,6	4,5
YoY	%	27,2%	15,2%	22,4%	8,0%	16,3%	34,5%	23,6%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	1,4	1,0	0,5	0,5
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	EUR Mio.	1,6	2,0	2,3	3,7	3,7	4,1	4,9
YoY	%	25,7%	20,8%	20,0%	56,8%	0,9%	10,2%	20,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,3	-1,0	-0,7	-1,4	-1,4	-1,4	-0,7
davon RHB	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
davon bezogene Waren/Leistungen	EUR Mio.	-0,1	-0,8	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9	-0,2
in % der Gesamtleistung	%	-19,4%	-51,0%	-28,5%	-37,0%	-36,8%	-33,0%	-13,3%
Rohertrag	EUR Mio.	1,3	1,0	1,7	2,3	2,3	2,7	4,3
YoY	%	175,6%	-26,5%	74,9%	38,2%	1,2%	16,8%	56,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,2	-1,4	-1,7	-1,8	-2,1	-2,8	-3,6
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-1,1	-1,2	-1,5	-1,5	-1,8	-2,4	-3,2
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
in % der Gesamtleistung	%	-74,9%	-70,6%	-71,0%	-48,0%	-57,0%	-68,1%	-73,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-2,5	-2,4	-2,9
in % der Gesamtleistung	%	-64,4%	-58,4%	-56,4%	-38,4%	-66,5%	-59,3%	-59,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Gesamtleistung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	EUR Mio.	-1,0	-1,6	-1,3	-0,9	-2,2	-2,5	-2,3
in % der Gesamtleistung	%	-58,7%	-80,0%	-55,9%	-23,3%	-60,3%	-60,5%	-45,8%
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
davon Amortisation Goodwill	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-1,1	-1,7	-1,4	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5
YoY	%	-35,8%	59,0%	-15,2%	-29,3%	134,5%	11,8%	-7,0%
YoY	EUR Mio.	0,6	-0,6	0,3	0,4	-1,4	-0,3	0,2
in % der Gesamtleistung	%	-65,7%	-86,5%	-61,1%	-27,6%	-64,1%	-65,0%	-50,1%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5
YoY	%	-36,4%	81,7%	-14,4%	-29,6%	136,2%	12,7%	-7,1%
in % der Gesamtleistung	%	-56,8%	-85,4%	-60,9%	-27,4%	-64,0%	-65,5%	-50,4%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Anteilen Dritter	EUR Mio.	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5
in % der Gesamtleistung	%	-57,0%	-85,7%	-61,1%	-27,4%	-64,1%	-65,6%	-50,5%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	11,9	11,9	13,1	7,1	10,7	11,1	13,7
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	11,9	11,9	13,1	7,1	10,7	11,1	13,7
EPS	EUR	-0,08	-0,14	-0,11	-0,14	-0,22	-0,24	-0,18
EPS (verwässert)	EUR	-0,08	-0,14	-0,11	-0,14	-0,22	-0,24	-0,18

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsätze	EUR Mio.	5,1	5,6	6,0	7,7	11,3	19,1	26,3
YoY	%	13,6%	10,1%	6,5%	28,3%	47,6%	68,9%	37,9%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	EUR Mio.	5,3	5,7	6,3	7,7	11,3	19,1	26,3
YoY	%	7,1%	7,7%	10,0%	22,1%	47,6%	68,9%	37,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-1,5	-2,0
davon RHB	EUR Mio.	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-1,2	-1,5
davon bezogene Waren/Leistungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
in % der Gesamtleistung	%	-11,9%	-12,8%	-10,5%	-9,7%	-8,5%	-8,0%	-7,5%
Rohertrag	EUR Mio.	4,7	5,0	5,6	6,9	10,3	17,6	24,3
YoY	%	8,7%	6,7%	12,7%	23,2%	49,6%	69,8%	38,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-3,7	-4,6	-6,4	-6,1	-6,6	-6,7	-7,4
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-3,2	-4,0	-5,6	-5,4	-6,0	-6,1	-6,8
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,5	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
in % der Gesamtleistung	%	-70,0%	-80,5%	-102,1%	-79,5%	-58,5%	-35,2%	-28,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-3,6	-3,8	-5,9	-7,5	-7,6	-7,7	-8,6
in % der Gesamtleistung	%	-67,4%	-66,5%	-94,7%	-97,5%	-67,1%	-40,5%	-32,5%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Gesamtleistung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	EUR Mio.	-2,6	-3,4	-6,7	-6,6	-3,8	3,1	8,4
in % der Gesamtleistung	%	-49,3%	-59,8%	-107,4%	-86,7%	-34,0%	16,4%	31,9%
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-1,3	-1,4	-1,4
davon Amortisation Goodwill	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-2,9	-3,6	-7,0	-7,4	-5,1	1,8	7,0
YoY	%	15,4%	27,6%	91,3%	6,0%	-30,5%	-134,3%	294,6%
YoY	EUR Mio.	-0,4	-0,8	-3,3	-0,4	2,3	6,9	5,2
in % der Gesamtleistung	%	-54,0%	-64,0%	-111,3%	-96,7%	-45,5%	9,3%	26,5%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-2,9	-3,6	-7,1	-7,4	-5,2	1,7	6,9
YoY	%	14,9%	27,4%	93,4%	4,5%	-29,6%	-132,3%	314,0%
in % der Gesamtleistung	%	-54,1%	-64,0%	-112,5%	-96,3%	-46,0%	8,8%	26,4%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	1,1	0,8	-0,1	-0,8
in % des EBT	%	0,0%	0,0%	0,0%	-14,5%	-15,3%	-5,2%	-11,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Anteilen Dritter	EUR Mio.	-2,9	-3,7	-7,1	-6,3	-4,4	1,6	6,2
in % der Gesamtleistung	%	-54,2%	-64,0%	-112,5%	-82,3%	-39,0%	8,3%	23,5%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	16,2	16,2	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	16,2	16,2	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
EPS	EUR	-0,18	-0,23	-0,36	-0,32	-0,23	0,08	0,32
EPS (verwässert)	EUR	-0,18	-0,23	-0,36	-0,32	-0,23	0,08	0,32

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	1,1	1,1
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,9	0,9
davon Gebäude und Grundstücke	EUR Mio.	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
davon Labor und technische Ausrüstung	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4
davon kumulierte Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	3,1	2,0	2,1	2,1	4,3	2,2	5,0
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DIO	d	1,9%	2,2%	2,7%	3,6%	2,8%	2,4%	2,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,6	0,5	0,4
DSO	d	30	40	36	39	86	48	34
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,4	0,8	0,5	0,2
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	2,8	1,6	1,7	1,3	2,8	1,2	4,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	4,2	3,0	3,1	3,0	5,2	3,4	6,1
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	3,5	1,8	2,4	2,5	4,0	1,8	4,3
EK-Quote	%	84,4%	61,1%	78,7%	83,2%	77,5%	52,7%	70,6%
Grundkapital	EUR Mio.	11,9	11,9	13,1	7,1	10,7	11,1	13,7
Kapitalrücklage	EUR Mio.	21,2	21,2	22,0	0,0	0,4	0,4	2,8
Gewinnrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-/Verlustvortrag	EUR Mio.	-29,6	-31,3	-32,7	-4,6	-7,0	-9,7	-12,2
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,5	1,0	0,4	0,3	0,7	1,0	1,1
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,1	0,2	0,3	0,2	0,4	0,6	0,6
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3
in % der Umsätze	d	1,9%	4,5%	8,7%	6,9%	13,1%	11,9%	7,4%
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	4,2	3,0	3,1	3,0	5,2	3,4	6,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,5	1,5	5,2	11,5	10,5	9,7	8,9
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,4	1,4	5,1	11,3	10,4	9,5	8,8
davon Gebäude und Grundstücke	EUR Mio.	0,3	0,2	0,2	10,2	9,2	8,3	7,4
davon Labor und technische Ausrüstung	EUR Mio.	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	EUR Mio.	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
davon kumulierte Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	6,5	2,7	13,7	3,8	4,2	7,4	11,4
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,1	0,4	0,6	0,7	0,9	1,1
DIO	d	2,8%	2,1%	6,3%	7,4%	6,0%	4,9%	4,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,4	0,5	0,6	0,9	1,3	2,2	3,2
DSO	d	32	33	35	41	42	42	44
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	5,7	2,0	2,6	2,3	2,1	4,1	7,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bilanzsumme	EUR Mio.	8,1	4,2	18,9	15,4	14,8	17,1	20,4
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	6,4	2,8	16,2	9,9	5,5	7,1	13,2
EK-Quote	%	79,1%	65,2%	85,4%	64,3%	37,1%	41,3%	64,9%
Grundkapital	EUR Mio.	16,2	16,2	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	5,2	5,2	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5
Gewinnrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-/Verlustvortrag	EUR Mio.	-15,1	-18,7	-25,8	-32,1	-36,5	-34,9	-28,7
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,5	0,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,1	0,8	1,1	5,5	9,3	10,1	7,2
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	4,0	7,0	6,0	1,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	EUR Mio.	0,9	0,6	0,8	1,2	2,0	3,7	5,8
in % der Umsätze	d	16,8%	10,8%	13,4%	15,7%	17,4%	19,5%	22,0%
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	8,1	4,2	18,9	15,4	14,8	17,1	20,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Normalisierte Bilanz, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	27%	34%	30%	28%	15%	33%	17%
Immaterielles Vermögen	%	5%	8%	8%	6%	3%	7%	3%
Sachanlagevermögen	%	21%	25%	22%	22%	12%	26%	14%
davon Gebäude und Grundstücke	%	15%	19%	17%	15%	8%	11%	5%
davon Labor und technische Ausrüstung	%	1%	2%	2%	2%	1%	6%	3%
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	%	4%	4%	4%	5%	3%	10%	6%
davon Unfertige Bauten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
davon kumulierte Abschreibungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finanzanlagevermögen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristiges Vermögen	%	73%	66%	68%	70%	84%	65%	82%
Vorräte	%	1%	1%	2%	3%	1%	3%	2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	3%	6%	7%	8%	12%	14%	7%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	3%	3%	2%	13%	15%	13%	3%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	2%	0%	1%	0%	0%	0%
Wertpapiere	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	66%	53%	57%	45%	55%	35%	70%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	2%	2%	1%	2%	1%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASSIVA								
Eigenkapital	%	84%	61%	79%	83%	78%	53%	71%
Grundkapital	%	286%	395%	428%	238%	206%	323%	226%
Kapitalrücklage	%	507%	701%	716%	0%	7%	12%	45%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsrücklagen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn-/Verlustvortrag	%	-709%	n/a	n/a	-155%	-136%	-282%	-201%
Jahresüberschuss	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuerrückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Sonstige Rückstellungen	%	13%	33%	12%	9%	14%	29%	19%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	3%	5%	9%	8%	9%	18%	10%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	1%	3%	6%	5%	7%	13%	5%
Erhaltene Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	2%	3%	3%	2%	2%	5%	4%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Personen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Normalisierte Bilanz, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	19%	35%	27%	75%	71%	56%	44%
Immaterielles Vermögen	%	2%	3%	1%	1%	1%	1%	1%
Sachanlagevermögen	%	17%	32%	27%	74%	70%	56%	43%
davon Gebäude und Grundstücke	%	4%	6%	1%	66%	62%	48%	36%
davon Labor und technische Ausrüstung	%	7%	14%	2%	3%	3%	3%	3%
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	%	7%	13%	3%	4%	5%	4%	4%
davon unfertige Bauten	%	0%	0%	20%	0%	0%	0%	0%
davon kumulierte Abschreibungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finanzanlagevermögen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristiges Vermögen	%	80%	64%	72%	25%	28%	43%	56%
Vorräte	%	2%	3%	2%	4%	5%	5%	5%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	6%	12%	3%	6%	9%	13%	16%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wertpapiere	%	0%	0%	53%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	71%	47%	14%	15%	14%	24%	34%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASSIVA								
Eigenkapital	%	79%	65%	85%	64%	37%	41%	65%
Grundkapital	%	200%	383%	103%	127%	132%	114%	95%
Kapitalrücklage	%	65%	124%	119%	146%	152%	131%	110%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsrücklagen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn-/Verlustvortrag	%	-186%	-442%	-136%	-209%	-247%	-204%	-141%
Jahresüberschuss	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuerrückstellungen	%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Rückstellungen	%	6%	16%	9%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	13%	19%	6%	36%	63%	59%	35%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	26%	47%	35%	5%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	11%	14%	4%	8%	13%	22%	28%
Erhaltene Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	3%	5%	1%	2%	2%	2%	2%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Personen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,2	0,1
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,4	0,3	0,3
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	-0,2	0,5	-0,6	-0,1	0,4	0,3	0,2
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L/Sonstige Verb.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-0,9	-1,2	-1,8	-1,4	-2,3	-1,6	-1,8
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,5	-0,2
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,6	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	-1,3	-1,3	-1,9	-1,5	-2,4	-2,1	-1,9
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	1,2	-6,0	3,6	0,4	2,6
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,8	-22,0	0,4	0,0	2,4
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	29,1	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,1	0,1	2,0	1,1	3,9	0,5	5,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-1,2	-1,2	0,1	-0,4	1,5	-1,6	3,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel und Wertpapiere Beginn Periode	EUR Mio.	3,9	2,8	1,6	1,7	1,3	2,8	1,2
Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode	EUR Mio.	2,8	1,6	1,7	1,3	2,8	1,2	4,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Cashflow-Statement, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,9	-3,7	-7,1	-6,3	-4,4	1,6	6,2
Abschreibungen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,8	1,3	1,4	1,4
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,9	-0,9
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	-10,0	10,0	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	-0,6	0,1	1,0	-1,7	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L/Sonstige Verb.	EUR Mio.	0,5	-0,3	0,3	0,4	0,8	1,8	2,1
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-3,0	-3,6	-15,9	2,7	-2,9	3,5	8,6
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,8	-0,2	-4,0	-7,0	-0,3	-0,5	-0,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,3	-0,2	-4,0	-7,0	-0,3	-0,5	-0,7
Free Cashflow	EUR Mio.	-4,3	-3,8	-19,8	-4,4	-3,2	3,0	7,9
Δ Grundkapital	EUR Mio.	2,5	0,0	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	2,5	0,0	17,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	4,0	3,0	-1,0	-5,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	5,8	0,0	20,5	4,0	3,0	-1,0	-5,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	1,5	-3,8	0,7	-0,4	-0,2	2,0	2,9
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel und Wertpapiere Beginn Periode	EUR Mio.	4,3	5,7	2,0	2,6	2,3	2,1	4,1
Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode	EUR Mio.	5,7	2,0	2,6	2,3	2,1	4,1	7,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Segmente, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Anzahl der Transplantationen		549	620	762	849	950	1.095	1.220
Deutschland		346	471	636	805	920	1.093	1.220
Ausland		203	149	126	44	30	2	0
davon A-Länder		203	149	126	44	30	2	0
davon B-Länder		0	0	0	0	0	0	0
davon C-Länder		0	0	0	0	0	0	0
YoY		26,5%	12,9%	22,9%	11,4%	11,9%	15,3%	11,4%
Deutschland		46,6%	36,1%	35,0%	26,6%	14,3%	18,8%	11,6%
Ausland		2,5%	-26,6%	-15,4%	-65,1%	-31,8%	-93,3%	n/a
davon A-Länder		2,5%	-26,6%	-15,4%	-65,1%	-31,8%	-93,3%	n/a
davon B-Länder		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon C-Länder		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kosten je Transplantat	EUR	2.772	2.827	2.815	2.728	2.835	3.308	3.669
Deutschland	EUR	2.705	2.624	2.621	2.657	2.815	3.305	3.658
Ausland	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon A-Länder	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon B-Länder	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon C-Länder	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Umsatz	EUR Mio.	1,5	1,8	2,1	2,3	2,7	3,6	4,5
Deutschland	EUR Mio.	0,9	1,2	1,7	2,1	2,6	3,6	4,5
Ausland	EUR Mio.	0,6	0,5	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0
davon A-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon B-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon C-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	27,2%	15,2%	22,4%	8,0%	16,3%	34,5%	23,6%
Deutschland	%	35,8%	32,1%	34,9%	28,3%	21,1%	39,5%	23,6%
Ausland	%	15,4%	-11,8%	-7,5%	-63,0%	-41,8%	-90,3%	30,0%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon C-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Umsatzanteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	61,5%	70,5%	77,7%	92,4%	96,2%	99,7%	99,7%
Ausland	%	38,5%	29,5%	22,3%	7,6%	3,8%	0,3%	0,3%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon C-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Segmente, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Anzahl der Transplantationen		1.240	1.680	1.850	2.145	2.536	2.952	3.513
Deutschland		1.230	1.680	1.850	2.100	2.310	2.516	2.712
Ausland		10	0	0	45	226	437	801
davon A-Länder		10	0	0	45	126	247	458
davon B-Länder		0	0	0	0	100	190	343
davon C-Länder		0	0	0	0	0	0	0
YoY		1,4%	35,5%	10,1%	15,9%	18,2%	16,4%	19,0%
Deutschland		0,6%	36,6%	10,1%	13,5%	10,0%	8,9%	7,8%
Ausland		n/a	-	n/a	n/a	401,1%	93,6%	83,4%
davon A-Länder		n/a	-	n/a	n/a	178,9%	96,5%	85,7%
davon B-Länder		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	90,0%	80,5%
davon C-Länder		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kosten je Transplantat	EUR	4.102	3.332	3.224	3.569	4.455	6.463	7.489
Deutschland	EUR	4.078	3.332	3.116	3.500	4.000	6.000	7.000
Ausland	EUR	n/a	n/a	n/a	10.000	n/a	n/a	n/a
davon A-Länder	EUR	n/a	n/a	n/a	10.000	10.000	10.000	10.000
davon B-Länder	EUR	n/a	n/a	n/a	0	8.000	8.000	8.000
davon C-Länder	EUR	n/a	n/a	n/a	0	0	0	0
Umsatz	EUR Mio.	5,1	5,6	6,0	7,7	11,3	19,1	26,3
Deutschland	EUR Mio.	5,0	5,6	5,8	7,2	9,2	15,1	19,0
Ausland	EUR Mio.	0,1	0,0	0,2	0,5	2,1	4,0	7,3
davon A-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,5	1,3	2,5	4,6
davon B-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,8	1,5	2,7
davon C-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	13,6%	10,1%	6,5%	28,3%	47,6%	68,9%	37,9%
Deutschland	%	12,4%	11,6%	3,0%	25,0%	28,3%	63,4%	25,8%
Ausland	%	438,5%	n/a	n/a	125,0%	356,7%	94,0%	83,7%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	178,9%	96,5%	85,7%
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	90,0%	80,5%
davon C-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Umsatzanteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	98,6%	100,0%	96,6%	94,1%	81,8%	79,1%	72,2%
Ausland	%	1,4%	0,0%	3,4%	5,9%	18,2%	20,9%	27,8%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	5,9%	11,1%	12,9%	17,4%
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	7,1%	8,0%	10,4%
davon C-Länder	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	1,5	1,8	2,1	2,3	2,7	3,6	4,5
Rohertrag	EUR Mio.	1,3	1,0	1,7	2,3	2,3	2,7	4,3
EBITDA	EUR Mio.	-1,0	-1,6	-1,3	-0,9	-2,2	-2,5	-2,3
EBIT	EUR Mio.	-1,1	-1,7	-1,4	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5
EBT	EUR Mio.	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5
Anzahl Mitarbeiter		28	30	35	39	45	52	63
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	2,51	1,47	2,95	2,45	1,38	1,66	3,82
Kurs Tief	EUR	1,04	0,71	0,78	0,72	0,72	0,70	1,16
Kurs Durchschnitt	EUR	1,78	1,07	1,91	1,43	1,02	0,95	2,47
Kurs Schlusskurs	EUR	1,23	1,04	2,25	0,87	0,93	1,54	2,35
EPS	EUR	-0,08	-0,14	-0,11	-0,14	-0,22	-0,24	-0,18
BVPS	EUR	0,30	0,15	0,18	0,35	0,38	0,16	0,31
CFPS	EUR	-0,08	-0,10	-0,14	-0,20	-0,22	-0,14	-0,13
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	-62,4%	-89,3%	-61,1%	-37,1%	-83,1%	-68,4%	-50,6%
EBIT-Marge	%	-69,9%	-96,5%	-66,9%	-43,8%	-88,4%	-73,5%	-55,3%
EBT-Marge	%	-60,4%	-95,3%	-66,7%	-43,5%	-88,3%	-74,0%	-55,6%
Netto-Marge	%	-60,6%	-95,7%	-66,8%	-43,5%	-88,4%	-74,1%	-55,7%
FCF-Marge	%	-84,0%	-72,6%	-86,8%	-63,9%	-89,5%	-58,7%	-42,5%
ROE	%	-26,2%	-90,8%	-59,3%	-40,7%	-59,4%	-148,0%	-58,2%
NWC/Umsatz	%	n/a	9,0%	4,6%	8,0%	13,9%	4,0%	4,6%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	54	58,4	61,3	59,4	59,8	69,7	71,0
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-38,0	-56,4	-41,0	-26,0	-52,9	-51,2	-39,3
Capex/Umsatz	%	-3,2%	-5,9%	-4,1%	-1,1%	-0,8%	7,6%	-0,7%
Rohertragsprämie	%	358,2%	165,4%	240,1%	298,6%	450,4%	260,6%	581,4%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	27,2%	15,2%	22,4%	8,0%	16,3%	34,5%	23,6%
Rohertrag	%	175,6%	-26,5%	74,9%	38,2%	1,2%	16,8%	56,3%
EBITDA	%	-37,6%	64,8%	-16,3%	-34,5%	160,8%	10,6%	-8,6%
EBIT	%	-35,8%	59,0%	-15,2%	-29,3%	134,5%	11,8%	-7,0%
EBT	%	-36,4%	81,7%	-14,4%	-29,6%	136,2%	12,7%	-7,1%
Nettoergebnis	%	-36,1%	81,7%	-14,6%	-29,6%	136,1%	12,7%	-7,1%
EPS	%	-36,1%	81,7%	-22,3%	30,1%	57,4%	8,2%	-24,8%
CFPS	%	-8,8%	29,8%	37,8%	40,5%	11,4%	-35,7%	-8,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick I, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	5,1	5,6	6,0	7,7	11,3	19,1	26,3
Rohertrag	EUR Mio.	4,7	5,0	5,6	6,9	10,3	17,6	24,3
EBITDA	EUR Mio.	-2,6	-3,4	-6,7	-6,6	-3,8	3,1	8,4
EBIT	EUR Mio.	-2,9	-3,6	-7,0	-7,4	-5,1	1,8	7,0
EBT	EUR Mio.	-2,9	-3,6	-7,1	-7,4	-5,2	1,7	6,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,9	-3,7	-7,1	-6,3	-4,4	1,6	6,2
Anzahl Mitarbeiter		63	70	92	92	96	102	120
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	3,44	3,40	12,31	9,19			
Kurs Tief	EUR	1,86	2,21	2,86	6,11			
Kurs Durchschnitt	EUR	2,53	2,86	7,14	7,45			
Kurs Schlusskurs	EUR	2,75	2,73	6,89	6,49	6,49	6,49	6,49
EPS	EUR	-0,18	-0,23	-0,36	-0,32	-0,23	0,08	0,32
BVPS	EUR	0,40	0,17	0,83	0,51	0,28	0,36	0,68
CFPS	EUR	-0,18	-0,22	-0,81	0,14	-0,15	0,18	0,44
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							9,60
Performance bis Kursziel	%							47,9%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	-51,3%	-60,9%	-112,8%	-86,7%	-34,0%	16,4%	31,9%
EBIT-Marge	%	-56,2%	-65,2%	-117,0%	-96,7%	-45,5%	9,3%	26,5%
EBT-Marge	%	-56,3%	-65,1%	-118,2%	-96,3%	-46,0%	8,8%	26,4%
Netto-Marge	%	-56,3%	-65,2%	-118,3%	-82,3%	-39,0%	8,3%	23,5%
FCF-Marge	%	-84,2%	-67,6%	-332,3%	-57,1%	-28,4%	15,7%	30,2%
ROE	%	-44,7%	-132,2%	-43,6%	-63,8%	-80,3%	22,4%	46,6%
NWC/Umsatz	%	-5,2%	0,5%	2,7%	3,2%	0,2%	-2,8%	-5,9%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	80,7	80,0	64,8	83,2	117,7	187,1	219,2
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-45,4	-52,1	-75,8	-80,4	-53,6	17,3	58,0
Capex/Umsatz	%	15,4%	3,2%	66,7%	91,6%	2,9%	2,6%	2,5%
Rohertragsprämie	%	742,6%	376,1%	1781,8%	1386,8%	1350,7%	1575,3%	1887,9%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	13,6%	10,1%	6,5%	28,3%	47,6%	68,9%	37,9%
Rohertrag	%	8,7%	6,7%	12,7%	23,2%	49,6%	69,8%	38,7%
EBITDA	%	15,3%	30,5%	97,6%	-1,3%	-42,1%	n/a	168,4%
EBIT	%	15,4%	27,6%	91,3%	6,0%	-30,5%	n/a	294,6%
EBT	%	14,9%	27,4%	93,4%	4,5%	-29,6%	n/a	314,0%
Nettoergebnis	%	14,9%	27,4%	93,3%	-10,7%	-30,1%	n/a	289,3%
EPS	%	-2,7%	27,4%	61,0%	-10,7%	-30,1%	n/a	289,3%
CFPS	%	41,6%	21,6%	265,3%	n/a	n/a	n/a	145,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2008-14

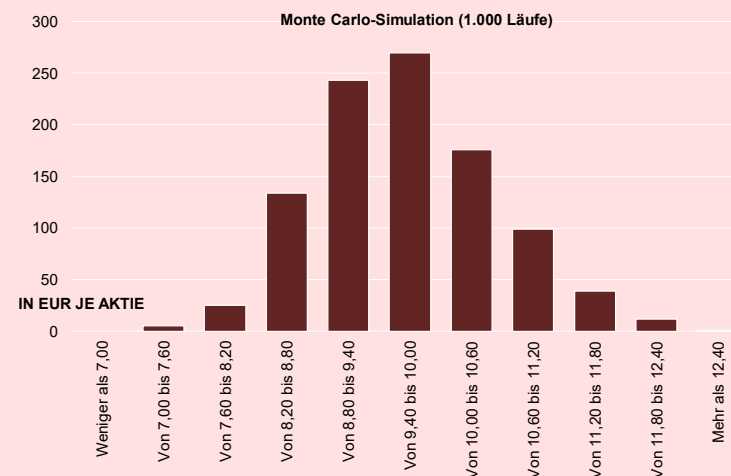
IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	1,1	1,1
Umlaufvermögen	EUR Mio.	3,1	2,0	2,1	2,1	4,4	2,3	5,0
Eigenkapital	EUR Mio.	3,5	1,8	2,4	2,5	4,0	1,8	4,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,7	1,2	0,7	0,5	1,2	1,6	1,8
EK-Quote	%	84,4%	61,1%	78,7%	83,2%	77,5%	52,7%	70,6%
Gearing	%	-78,3%	-86,7%	-72,0%	-53,7%	-70,8%	-66,3%	-99,5%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4	0,1	0,2
Asset Turnover	x	0,4	0,6	0,7	0,8	0,5	1,1	0,7
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	11.949	11.949	13.144	7.109	10.663	11.108	13.722
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	30,0	17,6	38,8	17,4	14,7	18,4	52,4
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	12,4	8,5	10,3	5,1	7,7	7,8	15,9
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	21,3	12,8	25,1	10,2	10,9	10,6	33,9
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	14,7	12,4	29,6	6,2	9,9	17,1	32,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-2,8	-1,6	-1,7	-1,3	-2,8	-1,2	-4,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	27,2	16,0	37,0	16,1	11,9	17,2	48,2
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	15,2	10,1	12,0	6,5	10,5	9,0	20,2
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	24,0	14,4	26,8	11,5	13,7	11,8	38,2
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	17,4	14,0	31,3	7,5	12,8	18,3	36,5
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	17,88	9,11	17,27	6,94	4,41	4,76	10,76
EV/Umsatz Tief	x	9,97	5,75	5,59	2,79	3,90	2,48	4,51
EV/Umsatz Durchschnitt	x	15,78	8,21	12,51	4,96	5,09	3,25	8,53
EV/Umsatz Schlusskurs	x	11,46	8,00	14,60	3,25	4,74	5,06	8,16
EV/EBITDA Hoch	x	-28,65	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	-15,97	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	-25,28	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	-18,36	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	-16,39	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV Schlusskurs	x	4,2	6,7	12,2	2,5	2,5	9,4	7,5
FCF-Yield	%	-8,7%	-10,2%	-6,3%	-23,9%	-24,3%	-12,4%	-5,9%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-0,9	-1,2	-1,8	-1,4	-2,3	-1,6	-1,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,6	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	-1,3	-1,3	-1,9	-1,5	-2,4	-2,1	-1,9
Finanz Cashflow	EUR Mio.	0,1	0,1	2,0	1,1	3,9	0,5	5,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick II, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,5	1,5	5,2	11,5	10,5	9,7	8,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	6,6	2,8	13,8	3,9	4,3	7,5	11,5
Eigenkapital	EUR Mio.	6,4	2,8	16,2	9,9	5,5	7,1	13,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,7	1,5	2,8	5,5	9,3	10,1	7,2
EK-Quote	%	79,1%	65,2%	85,4%	64,3%	37,1%	41,3%	64,9%
Gearing	%	-89,5%	-71,6%	-16,3%	17,6%	90,3%	27,6%	-45,3%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,2	0,2	0,0	-0,5	-1,6
Asset Turnover	x	0,6	1,3	0,3	0,5	0,8	1,1	1,3
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	16.217	16.217	19.461	19.461	19.461	19.461	19.461
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	55,8	55,1	239,6	178,8			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	30,2	35,8	55,7	118,9			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	41,0	46,4	139,0	145,0			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	44,6	44,3	134,1	126,3	126,3	126,3	126,3
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-5,7	-2,0	-2,6	1,7	4,9	1,9	-6,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	50,0	53,2	236,9	180,6			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	35,9	37,8	58,3	117,2			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	46,8	48,4	141,6	143,2			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	50,3	46,3	136,7	124,6	121,4	124,4	132,3
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	9,84	9,50	39,72	23,59	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	7,06	6,76	9,78	15,31	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	9,20	8,64	23,74	18,71	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	9,90	8,26	22,92	16,27	10,74	6,52	5,03
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	39,8	15,8
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	70,5	19,0
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	79,7	20,5
KBV Schlusskurs	x	7,0	16,0	8,3	12,8	23,0	17,9	9,5
FCF-Yield	%	-9,6%	-8,6%	-14,8%	-3,5%	-2,5%	2,4%	6,3%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-3,0	-3,6	-15,9	2,7	-2,9	3,5	8,6
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,3	-0,2	-4,0	-7,0	-0,3	-0,5	-0,7
Free Cashflow	EUR Mio.	-4,3	-3,8	-19,8	-4,4	-3,2	3,0	7,9
Finanz Cashflow	EUR Mio.	5,8	0,0	20,5	4,0	3,0	-1,0	-5,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TV
Umsatz	EUR Mio.	7,7	11,3	19,1	26,3	33,7	40,0	44,6	47,5	49,1	49,9	50,4	50,7	51,0	51,3	51,6	52,0
YoY	%	28,3%	47,6%	68,9%	37,9%	27,9%	18,8%	11,5%	6,4%	3,3%	1,7%	1,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	-7,4	-5,1	1,8	7,0	9,7	12,3	14,8	16,7	18,4	19,8	21,1	22,4	23,6	24,9	26,2	26,0
EBIT-Marge	%	-96,7%	-45,5%	9,3%	26,5%	28,7%	30,9%	33,1%	35,3%	37,5%	39,7%	41,9%	44,1%	46,3%	48,5%	50,7%	50,0%
Steuern	EUR Mio.	1,1	0,8	-0,1	-0,8	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7	-4,6	-4,9	-5,3	-5,6	-5,9	-6,2	-6,5	-6,5
Steuerquote (τ)	%	14,5%	15,4%	4,9%	10,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	-6,3	-4,3	1,7	6,2	8,7	11,1	13,3	15,1	13,8	14,8	15,8	16,8	17,7	18,7	19,6	19,5
Reinvestment	EUR Mio.	-7,1	-0,1	0,0	0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1
FCFF	EUR Mio.	-13,4	-4,5	1,7	6,5	8,2	10,6	12,8	14,6	13,3	14,3	15,3	16,3	17,2	18,2	19,1	17,4
WACC	%	5,8%	5,6%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Diskontierungssatz	%	100,0%	100,0%	89,4%	84,5%	80,0%	75,7%	71,6%	67,8%	64,1%	60,7%	57,5%	54,4%	51,5%	48,8%	46,2%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-13,4	-4,5	1,5	5,5	6,5	8,0	9,2	9,9	8,5	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9	8,8	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	2,8%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	100,4															
in % des Enterprise Value	%	54,4%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-10,8															
in % des Enterprise Value	%	-5,9%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	95,0															
in % des Enterprise Value	%	51,5%															
Enterprise Value	EUR Mio.	184,6															
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0															
Excess Cash	EUR Mio.	2,6															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	187,2															
Anzahl Aktien	Mio.	19,5															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	9,60															



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagendingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen und Finanzportale sowie per Email an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.
Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.
Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- Ⓢ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- Ⓢ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- Ⓢ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- Ⓢ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- Ⓢ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenkonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkaufs- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
09.05.2018/12:40 Uhr	EUR 9,60/EUR 6,74	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
05.04.2018/14:45 Uhr	EUR 12,50/EUR 8,12	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
16.01.2018/08:45 Uhr	EUR 12,50/EUR 8,12	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
23.10.2017/07:45 Uhr	EUR 12,50/EUR 9,13	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
11.10.2017/10:05 Uhr	EUR 12,50/EUR 9,09	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 2; 8
06.10.2017/12:00 Uhr	EUR 12,50/EUR 9,39	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 2; 8
01.08.2017/15:40 Uhr	EUR 12,50/EUR 8,56	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 2; 8
19.05.2017/09:55 Uhr	EUR 7,50/EUR 6,37	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 2; 8
31.01.2017/15:35 Uhr	EUR 4,20/EUR 3,61	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Erklärung der Ersteller der Studien

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.

Diese Studie wurde am 09.05.2018 um 10:30 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 6,70.