

CO.DON

Reuters: CNWK.DE

Bloomberg: CNWK:GR

Rating: Buy Risiko: Niedrig
 Schlusskurs: EUR 6,58
 Kursziel: EUR 7,50 (bislang EUR 4,20)

Der letzte entscheidende Schritt vor der Zulassung

Die gestern bekannt gegebene „positive opinion“ des Ausschusses für Humanmedizin (CHMP) ist ein großer Meilenstein auf dem Weg zur EU-weiten Zulassung für das Hauptprodukt im Bereich der Knorpelzellenimplantation im Kniegelenk. Da sich die EU-Kommission in der ganz überwiegenden Zahl der Anträge an den Empfehlungen des CHMP orientiert, ist es nach unserer Einschätzung sehr wahrscheinlich, dass CO.DON im zweiten Halbjahr 2017e die EU-weite Zulassung erhalten wird. Aufgrund des deutlich geringeren operativen Risikos löst diese Meldung eine Anpassung unserer Diskontierungssätze aus, wodurch sich in dem von uns verwendeten DCF-Entity-Modell ein deutlich höheres Kursziel errechnet. Mit einem Kursziel von EUR 7,50 je Aktie bestätigen wir nach der sehr guten Kursentwicklung der vergangenen Monate (YTD +140,9% vs. DAX +9,7%) unser Buy-Rating für die Aktien der CO.DON AG.

„Positive opinion“ durch die CHMP

Gestern hat CO.DON einen weiteren Meilenstein auf dem Weg zur EU-weiten Zulassung des Gelenkknorpelprodukts erreicht, des Hauptprodukts von CO.DON zur Behandlung von Gelenkknorpelschäden in Knie (Hüfte und weiteren Gelenken) mit körpereigenen Zellen unter Anwendung der Methode der matrixassoziierten autologen Knorpelzellimplantation. Bei den beiden, von CO.DON durchgeführten klinischen Studien werden aktuell die Nachbeobachtungsdaten ausgewertet. Dabei wurde das positive Wirksamkeits- und Sicherheitsprofil aller hier geprüften Dosierungen des Arzneimittels Angaben gemäß bestätigt und die signifikante Verbesserung des Patientenbefindens belegt.

Der Ausschuss für Humanarzneimittel (englisch Committee for Medicinal Products for Human Use, kurz CHMP), ein wissenschaftlicher Ausschuss der Europäischen Arzneimittel-Agentur EMA, der die Qualität, Wirksamkeit und Unbedenklichkeit von Arzneimitteln beurteilt, für die von pharmazeutischen Unternehmen eine Zulassung beantragt wurde, hat CO.DON gestern die offizielle „positive opinion“ für das Hauptprodukt erteilt.

Diese ist für CO.DON aus zweierlei Gründen von erheblicher Bedeutung:

- Ⓢ Zum einen, weil die empfohlene Indikation die gesamte, von CO.DON angestrebte Indikationsbandbreite abdeckt, also die Reparatur von symptomatischen Gelenkknorpeldefekten der Femurcondyle (das ist die überknorpelte Gelenkfläche des Oberschenkelknochens) und der Patella (Kniescheibe) des Kniegelenks bei Defektgrößen von bis zu 10 cm² bei Erwachsenen.
- Ⓢ Zum anderen, weil die Beurteilung des CHMP die Grundlage der Entscheidung der Europäischen Kommission über die EU-weite Zulassung darstellt und die EU-Kommission in der ganz überwiegenden Zahl der Anträge den Empfehlungen des CHMP folgt. Damit bestehen nach unserer Einschätzung sehr gute Chancen, dass CO.DON, wie angestrebt, in der zweiten Jahreshälfte die EU-weite Zulassung für das Hauptprodukt erhalten wird.

ISIN/WKN: DE000A1K0227 / A1K022
 Indizes: CDAX, General All-Share
 Transparenzlevel: General Standard
 Gewichtete Anzahl Aktien: 17,7 Mio.
 Marktkapitalisierung: EUR 116,4 Mio.
 Handelsvolumen/Tag: 46.000 Aktien
 Hauptversammlung: 8. Juni 2017

EUR Mio. (31/12)	2015	2016	2017e	2018e
Nettoumsatz	5,1	5,6	6,5	9,7
EBITDA	-2,6	-3,4	-0,9	0,6
EBIT	-2,9	-3,6	-1,2	0,4
EBT	-2,9	-3,6	-1,1	0,4
EAT	-2,9	-3,7	-0,9	0,5

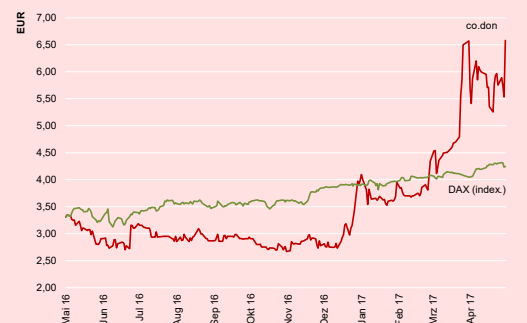
% vom Umsatz	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	-51,3%	-60,9%	-14,3%	6,6%
EBIT	-56,2%	-65,2%	-18,2%	3,9%
EBT	-56,3%	-65,2%	-17,3%	4,6%
EAT	-56,3%	-65,2%	-13,2%	5,3%

Je Aktie/EUR	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-0,18	-0,23	-0,05	0,03
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,40	0,17	0,39	0,42
Cashflow	-0,18	-0,22	-0,07	0,04

%	2015	2016	2017e	2018e
EK-Quote	79%	65%	89%	85%
Gearing	-90%	-72%	-78%	-78%

x	2015	2016	2017e	2018e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	9,90	8,26	18,75	12,56
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	190,0
KBV	7,0	16,0	16,9	15,7

EUR Mio.	2017e	2018e
Guidance: Umsatz		n/a
Guidance: EBITDA		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

Als erstes biopharmazeutisches Unternehmen in Europa erhielt CO.DON 1997 die Erlaubnis zur Herstellung körpereigener Knorpel- und Knochenzelltransplantate. Aktuell besteht das Portfolio aus zwei produzierten und vertriebenen Produkten für die Behandlung von Gelenk- und Bandscheibenerkrankungen: Eine matrixassoziierte autologe dreidimensionale Knorpelzelltransplantation (ACT3D) zur minimalinvasiven Behandlung von Schäden am Gelenkknorpel mit körpereigenen Zellen, und eine körpereigene Bandscheibenzelltransplantation (ADCT) zur biologischen Reparatur von degenerierten Bandscheiben und der Wiederherstellung der betroffenen Bandscheiben nach der Entfernung eines Bandscheibenvorfalles. Damit ist das Unternehmen nicht nur einer der Pioniere in der Züchtung von körpereigenem Gewebe für die biologische Wiederherstellung von Gelenkknorpel- und Bandscheibenschäden, sondern mit mehr als 11.000 behandelten Patienten auch eines der führenden Unternehmen Europas.

Führender Anbieter des ACT3D-Verfahrens

1997 – und damit lediglich im vierten Jahr nach der Gründung – erhielt CO.DON als erstes biopharmazeutisches Unternehmen in Europa die Erlaubnis zur Herstellung körpereigener Knorpel- und Knochenzelltransplantate. In den Jahren bis 2006 wurde unter dem Namen CO.DON chondrotransplant die autologe Chondrozyten-Implantation der ersten Generation vermarktet. Seit 2004 ist CO.DON mit dem patentgeschützten Verfahren CO.DON chondrosphere einer der führenden ACT3D-Anbieter der dritten Generation. Mit seinen beiden Hauptprodukten hat CO.DON seit 1993 mehr als 11.000 Patienten durch die Transplantation patienteneigener Knorpel vor dem unmittelbaren Einsatz einer Prothese bewahrt.

Das CO.DON-Verfahren basiert auf einer Hybrid-Trägermatrix. Diese Matrix ist autologen Ursprungs und wird von den Chondrozyten synthetisiert. Zusammen mit dieser Trägermatrix bilden die Chondrozyten eine dreidimensionale Struktur, die die Voraussetzung für eine dreidimensionale Auffüllung von Knorpelschäden ist.

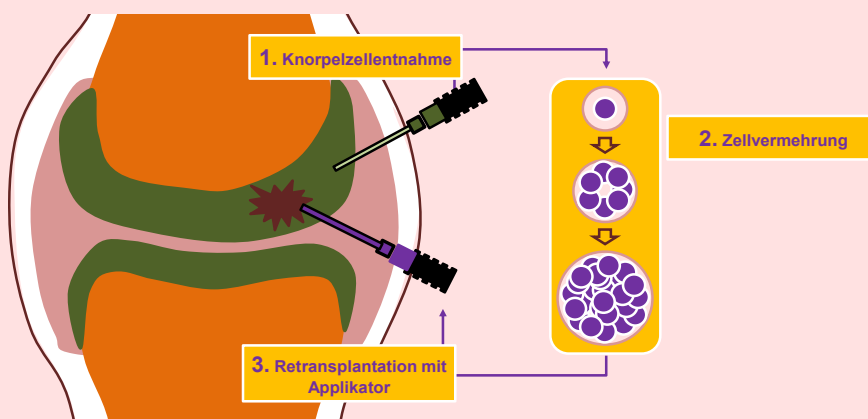
Oligopolistischer Markt für ACT3D-Produkte

Infolge hoher Forschungsaufwendungen teilen sich nur wenige Unternehmen den Markt für ACT3D-Anwendungen untereinander auf. Unterschiede in den Behandlungsansätzen ergeben sich im Wesentlichen in den verwendeten Biomaterialien, die zum Einsatz kommen. Dabei greifen die Anbieter entweder auf eine völlig patienteneigene Transplantatherstellung zurück oder auf kollagenbasierte Trägermaterialien, auf Produkte auf der Basis von Hyaluronsäure oder auf Hybrid-Trägermaterialien aus Kollagen und mindestens einem weiteren Biomaterial. Andere Hersteller sind vollkommen zurückgegangen auf zellfreie Medizinprodukte, um die aufwändige Arzneimittelzulassung inklusive klinischer Studien zu umgehen.

Das CO.DON-Verfahren im Einzelnen

Die von CO.DON eingesetzten Biomaterialien sind ausschließlich autologe Sphäroide. Die Durchführung einer autologen Knorpelzelltransplantation erfolgt bei CO.DON in drei Schritten:

ABBILDUNG 1: 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

- Ⓢ In einer **ersten Phase** wird vom behandelnden Arzt arthroskopisch der Knorpelschaden untersucht und festgelegt, ob eine Knorpelzelltransplantation möglich ist. Nach entsprechender Indikation entnimmt der Arzt mit Hilfe eines 4 mm dicken Hohlzylindersystems ca. 200 mg intaktes Knorpelgewebe aus einem nicht-tragenden Gelenkteil außerhalb der Hauptbelastungszone. Die-

ses wird anschließend in die in einem bereitgestellten Transportgefäß befindliche sterile Pufferlösung gegeben und zusammen mit 200 ml venösem Vollblut des Patienten zur CO.DON AG nach Teltow nahe Berlin gebracht, wo ...

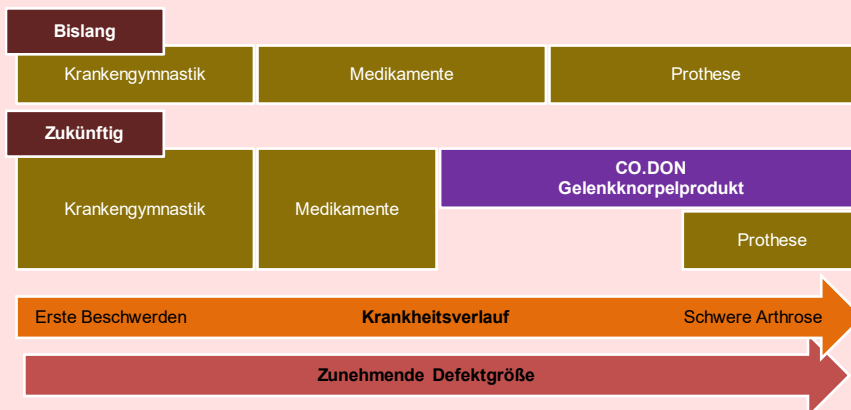
- Ⓢ Zweite Phase:** ... in spezialisierten, zertifizierten Reinraum-Isolatoren an maximal sterilen Arbeitsplätzen und ohne Verwendung von Antibiotika, Wachstumsfaktoren oder gentechnischen Methoden die Zellzüchtung durchgeführt wird. Hierzu werden die Zellen zunächst aus der Knorpelbiopsie isoliert und über einen Zeitraum von ca. drei Wochen vermehrt. Die Vermehrung der Zellen erfolgt in speziellen Kulturflaschen in einschichtigen Kulturen unter Zusatz des entnommenen Patientenbluts und nach allen Regularien des Arzneimittelgesetzes, der Guten Herstellungspraxis und des Qualitätsmanagements (AMG, GMP, DIN EN ISO 9001:2008). Durch die Überführung in die Sphäroidkultur ist nach weiteren drei bis vier Wochen die angestrebte Zellzahl erreicht und die kultivierten, weißen bis gelblichen Sphäroide können ...
- Ⓢ Dritte Phase:** ...in einem zweiten minimalinvasiven oder arthroskopischen Eingriff in das geschädigte Gelenk eingebracht werden (zehn bis 70 Sphäroide je cm²). Dabei kann der behandelnde Arzt auf einen von CO.DON entwickelten Applikator zurückgreifen, den co.fix, der von CO.DON mit Sphäroiden beladen und als „ready-to-use“-System ausgeliefert wird. Anschließend wird die Operationswunde ohne zusätzliche Abdeckung des Defektes geschlossen. Voraussetzungen für eine erfolgreiche Einbringung sind eine sorgfältige Präparation des Knorpeldefektgrundes und glatte Knorpelrandgebiete zu intakten angrenzenden Knorpelarealen. Die Sphäroide haften innerhalb von 20 Minuten selbständig im Defekt. Ein Kleben oder Nähen ist nicht erforderlich. Nach erfolgter Implantation in den Knorpeldefekt wird das Transplantat im Defekt integriert und sukzessive neues hyalines Knorpelgewebe gebildet, das histologisch, biochemisch und biomechanisch dem intakten Gelenkknorpel gleicht.

Weg von der Prothetik, hin zum Gelenkerhalt

Derzeit wird das Gelenkknorpelprodukt von CO.DON überwiegend zur Behandlung traumatischer und degenerativer Gelenkknorpelverletzungen eingesetzt. Dabei positioniert sich CO.DON als gelenkerhaltende Therapieoption zeitlich vor der funktionsersetzenden Endoprothetik. Untersuchungsergebnisse haben jedoch auch bei Patienten im Arthrose-Frühstadium eine Verbesserung der Gelenkfunktion nach einer Behandlung durch CO.DON gezeigt. Eine Aufnahme von Arthrose-Schäden würde das Marktpotential für das Unternehmen nochmals deutlich erhöhen.

Angaben der Deutsche Arthrose-Hilfe zufolge leiden in Deutschland etwa 5 Mio. Menschen unter Beschwerden, die durch eine Arthrose verursacht werden – mit steigender Tendenz.

ABBILDUNG 2: POSITIONIERUNG VON CO.DON: GELENKERHALT VOR GELENKERSATZ



Positive klinische Ergebnisse der Reparatur mit eigenen Zellen führen immer häufiger zu einem Umdenken in der Orthopädie und Unfallchirurgie, weg von der Prothetik und hin zu gelenkerhaltenden Maßnahmen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Elementarer Bestandteil der Behandlungsmethoden von CO.DON ist die Isolatoranlage am Standort Teltow, nahe Berlin. Bei diesem „Reinraum im Reinraum“ ist das erforderliche Equipment für die Herstellung von Knorpel-Transplantaten in Isolatoren der Reinraumklasse A integriert (Integrierte Isolatortechnologie IIT). Damit wird die Gefahr von Verunreinigungen auf ein Minimum reduziert.

Gewährleistung höchster Sterilität

Die Herstellung von Knorpel- oder Bandscheibenzellen ist ausgesprochen sensibel. Körpereigene Zelltransplantate lassen sie sich nicht thermisch sterilisieren. Konventionelle Reinräume bergen jedoch erhebliche Verunreinigungs- bzw. Kontaminationsrisiken durch Mitarbeiter oder vorbelastete Biopsate (Kontamination). Daher sind herkömmliche Laminar-Airflow-Bedingungen, bei denen an offenen Werkbänken durch eine – meist vertikal – gerichtete, turbulenzarme Luftströmung mögliche Partikel gerichtet weggeblasen werden und letztlich nur sterile Luft im Raum verbleibt, für die Zwecke von CO.DON nicht ausreichend.

Die Reinraumanlage von CO.DON

Um höchsten Hygieneanforderungen gerecht zu werden, hat CO.DON eine eigene Reinraumtechnologie entwickelt, die Integrierte Isolatortechnologie (IIT). Dabei handelt es sich um einen „Reinraum im Reinraum“, in dem das erforderliche Equipment für die Herstellung von Knorpel-Transplantaten in Isolatoren der Reinraumklasse A integriert wird, insbesondere also Wärmeschränke, Tiefkühler, Kühler, Zentrifugen, Mikroskope und Zubehör für Produktion und Mikrobiologie. Auch die Herstellungsräume selbst unterliegen den Anforderungen der Reinraumklassifizierung und sind nur über separate, überwachte Schleusen zugänglich. Druckdifferenzen zwischen den unterschiedlichen Räumen schließen eine Kontamination von Raum zu Raum aus.

Durch die Integrierte Isolatortechnologie kann die Anzahl der Keime drastisch reduziert werden.

ABBILDUNG 3: DER REINRAUM VON CO.DON



Für die Reinraumanlage hat CO.DON kurz nach Einführung den Preis der pharmazeutischen Industrie erhalten.

QUELLE: CO.DON, SPHENE CAPITAL

Die Unternehmensstrategie von CO.DON sieht eine EU-weite Marktzulassung durch die European Medicines Agency (EMA) und eine Ausweitung der Behandlungsmethoden auf neue Anwendungsgebiete vor. Externes Wachstum ist im Business Plan nicht vorgesehen.

Strategie im Überblick

Die Unternehmensstrategie von CO.DON basiert auf zwei Säulen: **Erstens** auf der Erlangung der EU-weiten Zulassung, **zweitens** auf der Ausweitung der Behandlungsmethoden auf neue Anwendungsgebiete bzw. Indikationen.

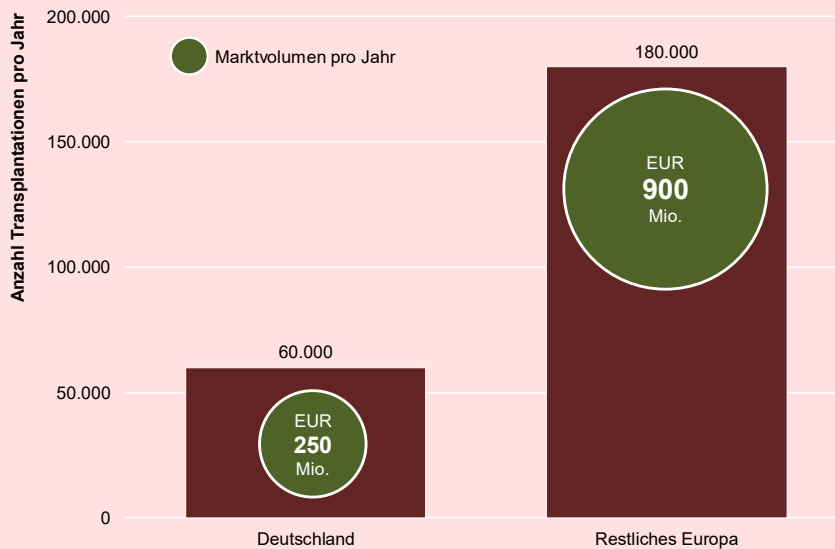
EU-weite Marktzulassung durch die EMA

Die wichtigste Säule der Unternehmensstrategie ist eine zentrale, europaweite Zulassung durch die European Medicines Agency (EMA), die von der Gesellschaft für die zweite Jahreshälfte 2017 erwartet wird. Wesentliche Bestandteile der Zulassung sind eine erfolgreiche Wirksamkeits- und Sicherheitsstudie und die Vergleichbarkeit mit anderen Standardtherapieverfahren.

Nach dem Abschluss der klinischen Studien und der europaweiten Zulassung plant CO.DON Produktionskapazitäten und eigene Vertriebskapazitäten im euro-

päischen Ausland aufzubauen sowie exklusive bzw. nicht-exklusive Vertriebslizenzen zu vergeben. Parallel sollen Herstellungs- und Vertriebslizenzen in Ländern außerhalb der EU vergeben werden. Unseren Prognosen zufolge dürfte CO.DON in Europa langfristig einen Marktanteil von 20% an, entsprechend rund 48.000 Transplantate p. a. erreichen.

ABBILDUNG 4: MARKTPOTENZIALE IM VERGLEICH, DEUTSCHLAND VS. RESTLICHES EUROPA



Nach einer europaweiten Zulassung wird sich der adressierte Markt auf 240.000 Knorpelzellbehandlungen verdreifachen. Aufgrund der im Ausland üblicherweise erzielbaren höheren Produktpreise dürfte das Gesamtmarktvolumen in Europa nach u. E. mit knapp EUR 1,2 Mrd. sogar überproportional ansteigen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Ausweitung der Behandlungsgebiete als zweite Säule der Strategie

Als erstes Unternehmen hat CO.DON im Dezember 2013 vom Paul-Ehrlich-Institut (PEI) die nationale Genehmigung entsprechend §4b AMG erhalten. Das Unternehmen erhielt diese Genehmigung für das Produkt CO.DON chondrosphere für alle Gelenke. Bezüglich der Ausweitung der Behandlungsgebiete über orthopädische Zelltransplantate hinaus ist durch den Eintritt in die Behandlung von Bandscheibenvorfällen mittels ADCT der erste Schritt in Richtung einer neurochirurgischen Zelltransplantation erfolgt.

Eine Ausweitung des Produktportfolios in die Bereiche der Knochenzelltransplantation, wie sie nach dem Börsengang unter den Namen CO.DON osteotransplant BONE bzw. DENT noch entwickelt wurden, steht derzeit jedoch Angaben gemäß nicht auf der Agenda.

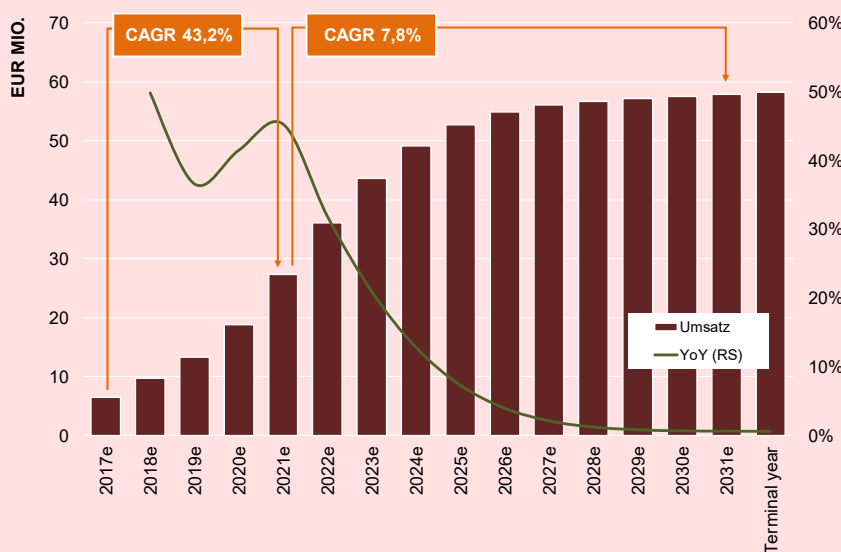
Nach der Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2016 und der „positive opinion“ seitens der CHMP haben wir unser Bewertungsmodell vor dem Hintergrund einer nun sehr wahrscheinlichen EU-Zulassung im zweiten Halbjahr 2017 überarbeitet. Nach Anpassung der Parameter heben wir unser aus einem dreiphasigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 7,50 von EUR 4,20 je Aktie (Base Case-Szenario) je Aktie an. Grundlage der Kurszielanhebung sind deutlich reduzierte Diskontierungssätze, wie sie nach der jetzt erteilten „positive opinion“ der CHMP und der nach unserer Einschätzung sehr wahrscheinlichen EU-weiten Zulassung des Gelenkknorpelprodukts im zweiten Halbjahr gerechtfertigt sind, sowie die Anpassung unserer Umsatz- und Ertragsprognosen um den europaweiten Roll-Out. Auf Sicht von zwölf Monaten entspricht unser Kursziel gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 6,58 je Aktie einem erwarteten Kurssteigerungspotenzial von 14,0%. Nach der klaren Outperformance der vergangenen Monate (YTD +140,9% vs. DAX +9,7%) bestätigen wir damit 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. Die Finanzierung des weiteren Wachstums ist daher 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 ist daher ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges 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 2031e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

ABBILDUNG 5: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase (2017e-21e bzw. 2021e-31e) belaufen sich auf 43,2% bzw. 7,8%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- Ⓢ 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 2017e-21e in Höhe von 43,2%.
- Ⓢ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2031e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 7,8% veranschlagt. Entsprechend der Lebenszyklustheorie haben wir dabei im Zeitablauf rückläufige Umsatz-

wachstumsraten unterstellt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

- ☉ 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 das erwartete Umsatzwachstum auf Basis der aktuellen Unternehmensstrukturen (**Annahme des Status quo**) generiert wird und Erweiterungsinvestitionen in ungewöhnlichem Umfang (etwa in eine weitere Reinraumanlage oder einen neuen Standort) nicht stattfinden werden;
- ☉ 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 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA 2017E

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 16,1% in 2021e auf 36,1% in 2031e (gleichbedeutend mit den Peak Margins des Unternehmens) sukzessive erhöhen werden;
- ☉ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 35,0% 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 50,2 Mio. (zum Jahresende 2016, eigene Schätzung) bis einschließlich 2025e auf dem jeweiligen Mindeststeuersatz liegen und sich nach deren Verbrauch an einem Durchschnittsniveau von 28,0% orientieren wird;
- ☉ eine statistische **Ausfallwahrscheinlichkeit** des Unternehmens im Terminal Value von 3,6% pro Jahr. Diese basiert auf einem von uns aus dem aktuellen Netto-Liquiditätsbestand von EUR 5,4 Mio. abgeleiteten synthetischen Rating von BB+ und einer unterstellten Recovery Rate von 10%.
- ☉ dass die von CO.DON in 2018e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 7,1% 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 1,5% angesetzt, der sich aus einer Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer Small Caps-Liquiditätsprämie der Aktie (0,5%) zusammensetzt. 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 2: 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	%	1,5%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	0,5%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	80,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	5,3%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	7,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	7,6%
Steuerquote (normalisiert)	%	-15,8%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	8,8%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	20,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	1,8%
WACC basierend auf Marktwerten	%	7,1%

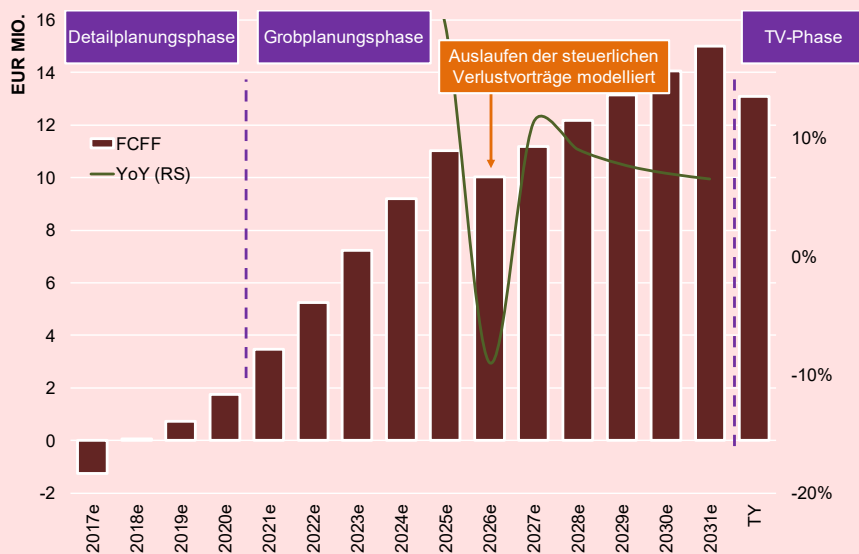
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- Ⓢ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger); dies betrifft insbesondere die Jahre der Detailplanungsphase, in der wir aufgrund der hohen Aufwendungen für die Erlangung der EU-weiten Zulassung erhebliche negative Free Cashflows erwarten.
- Ⓢ 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 7,1% (2018e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer langfristig in Deutschland zu beobachtenden Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

Dynamische Entwicklung der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2017e bis 2031e. 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 6: FCFF UND FCFF-WACHSTUM



Während der Detailplanungsphase der Jahre 2017e bis 2021e haben wir erhebliche Investitionen in den Aufbau einer europaweiten Vermarktung, während der anschließenden Grobplanungsphase dagegen im Wesentlichen nur noch Erhaltungsinvestitionen unterstellt.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 7,50 je Aktie

Der Enterprise Value von CO.DON liegt in unserem Modell bei EUR 126,5 Mio. Aus diesem werden etwa 50,8% über den Terminal Value abgeleitet, 46,4% bzw. 2,8% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Der geringe Wert während der Detailplanungsphase ergibt sich aus den hohen Abflüssen für die Erlangung der EU-weiten Zulassung und dem Aufbau von Niederlassungen bzw. Beteiligungen im Ausland. Unter Hinzurechnung der Nettofinanzposition von EUR 5,4 Mio. (per Ende Q1/2017e) ergibt sich bezogen auf 17,7 Mio. Stück Aktien ein Wert des Eigenkapitals von EUR 7,50 je Aktie.

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

PV (Terminal Value)	EUR Mio.	64,2
in % des Enterprise Value	%	50,8%
PV (CF Detailplanungsphase)	EUR Mio.	3,6
in % des Enterprise Value	%	2,8%
PV (CF Grobplanungsphase)	EUR Mio.	58,7
in % des Enterprise Value	%	46,4%
Enterprise Value	EUR Mio.	126,5
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0
Cash	EUR Mio.	5,4
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	131,9
Anzahl Aktien	Mio.	17,7
Kursziel je Aktie	EUR	7,50

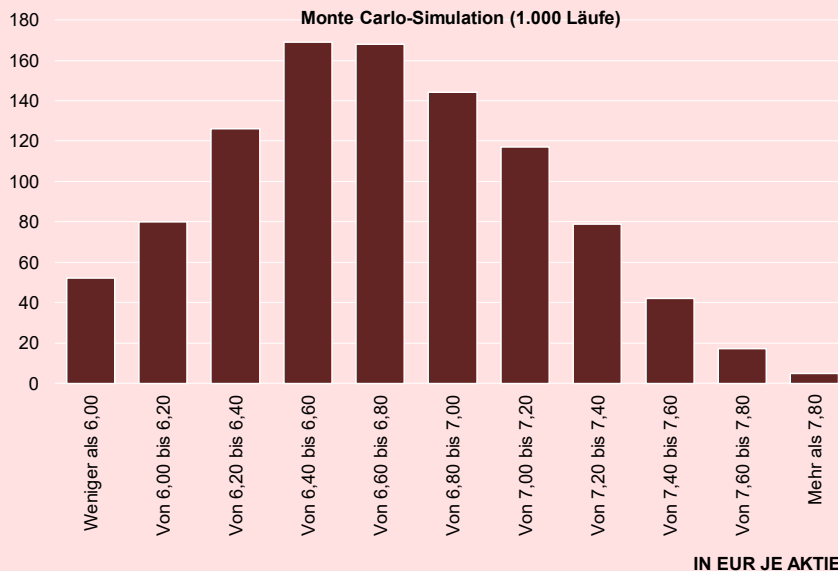
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Monte Carlo-Analyse

In einer Monte Carlo-Simulation wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Dabei zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 97,3 Mio. bzw. über EUR 145,1 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht

werden können. Je Aktie entsprechen diese Angaben Kursen von EUR 5,50 und EUR 8,20 (vgl. nachstehende Abbildung 3).

ABBILDUNG 7: 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 5,50 und EUR 8,20 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 7,50 je Aktie wäre CO.DON mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

X	Bewertung mit EUR 7,50 je Aktie			Bewertung zum aktuellen Kurs		
	2017e	2018e	2019e	2017e	2019e	2019e
KGv	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	98,3x
EV/Umsatz	21,3x	14,2x	10,5x	18,8x	12,6x	9,3x
EV/EBITDA	n/a	215,3x	97,2x	n/a	190,0x	85,9x
KBV	19,2x	17,9x	15,4x	16,9x	15,7x	13,5x

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 7,50 je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 6,58 ergibt sich dementsprechend ein Kurspotenzial von 14,0%. Daher bestätigen wir unser Buy-Rating die Aktie der CO.DON AG.

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 der EU-weiten Zulassung und (2) eine in den kommenden Geschäftsjahren infolge rückläufiger strategischer Zulassungskosten sukzessive verbesserte Ertragslage.

Katalysatoren für das Erreichen des Kurszieles

Risiken für das Erreichen unseres Kursziels

Für das Erreichen unseres Kurszieles bestehen nach u. E. die Risiken, dass (1) die EU-weite Zulassung sich zeitlich nach hinten verschiebt oder nicht erteilt wird; (2) dass für die im Ausland im Zeitraum ab 2009 erzielten Umsätze nachträglich

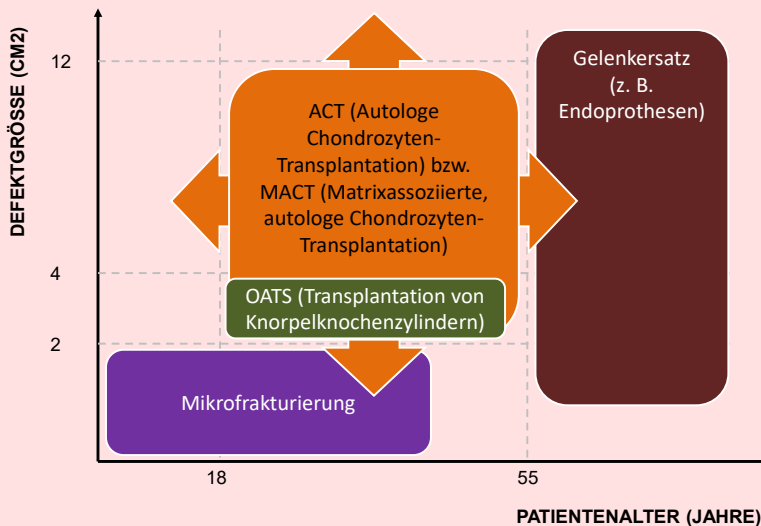
Umsatzsteuer festgesetzt wird – allerdings hat sich dieses Risiko durch die seit dem Geschäftsjahr 2010 geänderte Gesetzeslage Angaben gemäß wesentlich reduziert; (3) die angestrebte Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten nicht schnell genug vorangetrieben werden kann.

Jeder einzelne der genannten Risikofaktoren hätte Anpassungen im Bewertungsprozess zur Folge. Investoren sollten ferner die vereinzelt hohe Volatilität der Aktie berücksichtigen.

Geschäftsmodell: Führender Anbieter von 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. Das Hauptprodukt, CO.DON chondrosphere, wurde inzwischen mehr als 11.000 Mal erfolgreich zur Regeneration und Funktionswiederherstellung nach traumatischen (wie z. B. nach Sportunfällen) und degenerativen Kniegelenkknorpelschäden angewendet. Das seit 1997 vermarktete Zweitprodukt, CO.DON chondrotransplant DISC, ist ein autologes Bandscheibenzelltransplantat für die biologische Reparatur degenerierter Bandscheiben, etwa infolge eines Bandscheibenvorfalles.

ABBILDUNG 8: BEHANDLUNGSMETHODEN IM ÜBERBLICK



Gelenkerhaltende Behandlungsmethoden sind nur erfolgsversprechend, wenn dem Defekt angrenzende Knorpel und Knochen nahezu unbeschadet sind, nicht mehr als zwei Knorpeldefekte im selben Gelenk bestehen und die dem Defekt gegenüberliegende Knorpelfläche intakt ist.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Europaweite Zulassung als nächster Meilenstein

Infolge hoher strategischer Aufwendungen für die EU-weite Zulassung des Gelenkknorpelproduktes weist CO.DON nach wie vor eine erhebliche Cash-Burn-Rate auf. Da die Zulassungskosten in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung deutlich zurückgehen werden, sollte die Liquidität nach der aktuellen Kapitalerhöhung ausreichen, um das laufende Verlustjahr ohne weitere Mittelführung von außen zu überbrücken. Nach Erhalt der europaweiten Zulassung rechnen wir für 2018e in Verbindung mit tendenziell steigenden Produktpreisen und einem Ausbau des Auslandsgeschäfts mit einem deutlichen Ergebnissprung und dem ersten positiven operativen Ergebnis in der Unternehmensgeschichte.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Umsätze	EUR Mio.	0,4	0,4	0,5	1,2	1,5	1,8	2,1
YoY	%	-27,8%	0,5%	25,7%	157,4%	27,2%	15,2%	22,4%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Gesamtleistung	EUR Mio.	1,0	0,5	0,6	1,3	1,6	2,0	2,3
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	25,7%	20,8%	20,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,2	-0,8	-0,3	-1,0	-0,7
davon RHB	EUR Mio.	-17,5%	-14,8%	-28,1%	-63,2%	-19,4%	-51,0%	-28,5%
davon bezogene Waren/Leistungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
in % der Gesamtleistung	%	-0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,1	-0,8	-0,3
Rohertrag	EUR Mio.	0,8	0,4	0,4	0,5	1,3	1,0	1,7
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	175,6%	-26,5%	74,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,1	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,7
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-1,2	-1,0	-0,8	-0,8	-1,1	-1,2	-1,5
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
in % der Gesamtleistung	%	-143,0%	-209,9%	-148,0%	-74,6%	-74,9%	-70,6%	-71,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-1,8	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3
in % der Gesamtleistung	%	-179,3%	-205,2%	-187,6%	-80,3%	-64,4%	-58,4%	-56,4%
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.	-2,4	-1,7	-1,5	-1,5	-1,0	-1,6	-1,3
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-58,7%	-80,0%	-55,9%
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
davon Amortisation Goodwill	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-2,6	-2,4	-1,7	-1,7	-1,1	-1,7	-1,4
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-35,8%	59,0%	-15,2%
YoY	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,6	-0,6	0,3
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-65,7%	-86,5%	-61,1%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	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.	-2,4	-2,3	-1,7	-1,4	-0,9	-1,7	-1,4
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-36,4%	81,7%	-14,4%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-56,8%	-85,4%	-60,9%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	0,0%	0,0%	-1,8%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Anteilen Dritter	EUR Mio.	-2,4	-2,3	-1,5	-1,4	-0,9	-1,7	-1,4
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-57,0%	-85,7%	-61,1%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,0	8,0	11,9	11,9	11,9	11,9	13,1
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	5,0	8,0	11,9	11,9	11,9	11,9	13,1
EPS	EUR	-0,48	-0,29	-0,13	-0,12	-0,08	-0,14	-0,11
EPS (verwässert)	EUR	-0,48	-0,29	-0,13	-0,12	-0,08	-0,14	-0,11

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Umsätze	EUR Mio.	2,7	3,6	4,5	5,1	5,6	6,5	9,7
YoY	%	16,3%	34,5%	23,6%	13,6%	10,1%	16,0%	49,9%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	1,0	0,5	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0
Gesamtleistung	EUR Mio.	3,7	4,1	4,9	5,3	5,7	6,5	9,7
YoY	%	0,9%	10,2%	20,7%	7,1%	7,7%	13,9%	49,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,4	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
davon RHB	EUR Mio.	-36,8%	-33,0%	-13,3%	-11,9%	-12,8%	-12,9%	-9,1%
davon bezogene Waren/Leistungen	EUR Mio.	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
in % der Gesamtleistung	%	-0,9	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2
Rohertrag	EUR Mio.	2,3	2,7	4,3	4,7	5,0	5,7	8,8
YoY	%	1,2%	16,8%	56,3%	8,7%	6,7%	13,7%	56,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-2,1	-2,8	-3,6	-3,7	-4,6	-3,6	-4,5
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-1,8	-2,4	-3,2	-3,2	-4,0	-3,1	-3,9
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6
in % der Gesamtleistung	%	-57,0%	-68,1%	-73,3%	-70,0%	-80,5%	-56,0%	-46,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-2,5	-2,4	-2,9	-3,6	-3,8	-2,9	-3,7
in % der Gesamtleistung	%	-66,5%	-59,3%	-59,3%	-67,4%	-66,5%	-45,4%	-38,3%
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.	-2,2	-2,5	-2,3	-2,6	-3,4	-0,9	0,6
in % der Gesamtleistung	%	-60,3%	-60,5%	-45,8%	-49,3%	-59,8%	-14,3%	6,6%
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
davon Amortisation Goodwill	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,6	-1,2	0,4
YoY	%	134,5%	11,8%	-7,0%	15,4%	27,6%	-67,6%	-131,9%
YoY	EUR Mio.	-1,4	-0,3	0,2	-0,4	-0,8	2,5	1,6
in % der Gesamtleistung	%	-64,1%	-65,0%	-50,1%	-54,0%	-64,0%	-18,2%	3,9%
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	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,6	-1,1	0,4
YoY	%	136,2%	12,7%	-7,1%	14,9%	27,4%	-69,2%	-139,9%
in % der Gesamtleistung	%	-64,0%	-65,5%	-50,4%	-54,1%	-64,0%	-17,3%	4,6%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1
in % des EBT	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-24,2%	15,8%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Anteilen Dritter	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,7	-0,9	0,5
in % der Gesamtleistung	%	-64,1%	-65,6%	-50,5%	-54,2%	-64,0%	-13,2%	5,3%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	10,7	11,1	13,7	16,2	16,2	17,7	17,7
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	10,7	11,1	13,7	16,2	16,2	17,7	17,7
EPS	EUR	-0,22	-0,24	-0,18	-0,18	-0,23	-0,05	0,03
EPS (verwässert)	EUR	-0,22	-0,24	-0,18	-0,18	-0,23	-0,05	0,03

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,1	0,9	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
davon Gebäude und Grundstücke	EUR Mio.	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
davon Labor und technische Ausrüstung	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
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.	3,0	5,4	4,3	3,1	2,0	2,1	2,1
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
DIO	d	9,4%	3,7%	2,4%	1,9%	2,2%	2,7%	3,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
DSO	d	92	55	55	30	40	36	39
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	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	5,1	3,9	2,8	1,6	1,7	1,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	4,1	6,4	5,3	4,2	3,0	3,1	3,0
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	3,5	5,9	4,4	3,5	1,8	2,4	2,5
EK-Quote	%	85,2%	92,4%	84,7%	84,4%	61,1%	78,7%	83,2%
Grundkapital	EUR Mio.	8,0	11,9	11,9	11,9	11,9	13,1	7,1
Kapitalrücklage	EUR Mio.	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2	22,0	0,0
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.	-25,7	-27,2	-28,7	-29,6	-31,3	-32,7	-4,6
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	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,7	0,5	1,0	0,4	0,3
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.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2
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.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
in % der Umsätze	d	23,5%	7,7%	3,5%	1,9%	4,5%	8,7%	6,9%
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	0,1	0,1
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.	4,1	6,4	5,3	4,2	3,0	3,1	3,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,8	1,1	1,1	1,5	1,5	1,6	1,6
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	0,9	0,9	1,4	1,4	1,4	1,5
davon Gebäude und Grundstücke	EUR Mio.	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
davon Labor und technische Ausrüstung	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	EUR Mio.	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
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.	4,3	2,2	5,0	6,5	2,7	6,1	7,1
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
DIO	d	2,8%	2,4%	2,4%	2,8%	2,1%	1,9%	2,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	1,0
DSO	d	86	48	34	32	33	30	36
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,8	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	2,8	1,2	4,3	5,7	2,0	5,4	5,8
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Bilanzsumme	EUR Mio.	5,2	3,4	6,1	8,1	4,2	7,7	8,8
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	4,0	1,8	4,3	6,4	2,8	6,9	7,4
EK-Quote	%	77,5%	52,7%	70,6%	79,1%	65,2%	89,2%	84,5%
Grundkapital	EUR Mio.	10,7	11,1	13,7	16,2	16,2	17,7	17,7
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,4	0,4	2,8	5,2	5,2	8,8	8,8
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.	-7,0	-9,7	-12,2	-15,1	-18,7	-19,6	-19,0
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	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,7	1,0	1,1	0,5	0,7	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.	0,4	0,6	0,6	1,1	0,8	0,8	1,4
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.	0,4	0,4	0,3	0,9	0,6	0,6	1,1
in % der Umsätze	d	13,1%	11,9%	7,4%	16,8%	10,8%	9,6%	11,6%
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	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
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.	5,2	3,4	6,1	8,1	4,2	7,7	8,8
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Normalisierte Bilanz, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	27%	15%	18%	27%	34%	30%	28%
Immaterielles Vermögen	%	1%	1%	1%	5%	8%	8%	6%
Sachanlagevermögen	%	26%	14%	18%	21%	25%	22%	22%
davon Gebäude und Grundstücke	%	19%	12%	13%	15%	19%	17%	15%
davon Labor und technische Ausrüstung	%	2%	0%	2%	1%	2%	2%	2%
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	%	5%	2%	2%	4%	4%	4%	5%
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	%	72%	85%	81%	73%	66%	68%	70%
Vorräte	%	1%	0%	1%	1%	1%	2%	3%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	2%	1%	3%	3%	6%	7%	8%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	1%	3%	3%	3%	3%	2%	13%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	1%
Wertpapiere	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	68%	80%	75%	66%	53%	57%	45%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASSIVA								
Eigenkapital	%	85%	92%	85%	84%	61%	79%	83%
Grundkapital	%	196%	187%	227%	286%	395%	428%	238%
Kapitalrücklage	%	519%	332%	403%	507%	701%	716%	0%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsrücklagen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn-/Verlustvortrag	%	-630%	-427%	-546%	-709%	-1035%	-1066%	-155%
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%	0%
Sonstige Rückstellungen	%	10%	6%	13%	13%	33%	12%	9%
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	%	5%	1%	2%	3%	5%	9%	8%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	2%	1%	1%	1%	3%	6%	5%
Erhaltene Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	3%	1%	1%	2%	3%	3%	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								

Normalisierte Bilanz, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	15%	33%	17%	19%	35%	20%	19%
Immaterielles Vermögen	%	3%	7%	3%	2%	3%	2%	2%
Sachanlagevermögen	%	12%	26%	14%	17%	32%	18%	17%
davon Gebäude und Grundstücke	%	8%	11%	5%	4%	6%	3%	3%
davon Labor und technische Ausrüstung	%	1%	6%	3%	7%	14%	8%	7%
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	%	3%	10%	6%	7%	13%	7%	7%
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	%	84%	65%	82%	80%	64%	79%	80%
Vorräte	%	1%	3%	2%	2%	3%	2%	2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	12%	14%	7%	6%	12%	7%	11%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	15%	13%	3%	2%	2%	1%	1%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wertpapiere	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	55%	35%	70%	71%	47%	69%	66%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASSIVA								
Eigenkapital	%	78%	53%	71%	79%	65%	89%	84%
Grundkapital	%	206%	323%	226%	200%	383%	228%	202%
Kapitalrücklage	%	7%	12%	45%	65%	124%	113%	100%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsrücklagen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn-/Verlustvortrag	%	-136%	-282%	-201%	-186%	-442%	-253%	-217%
Jahresüberschuss	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuerrückstellungen	%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Sonstige Rückstellungen	%	14%	29%	19%	6%	16%	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	%	9%	18%	10%	13%	19%	11%	16%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	7%	13%	5%	11%	14%	8%	13%
Erhaltene Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	2%	5%	4%	3%	5%	3%	3%
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, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,3	-1,5	-1,4	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0
Abschreibungen	EUR Mio.	0,7	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	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	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	1,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	-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.	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,5	-0,6	-0,1
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	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	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.	-1,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-1,6	-1,5	-1,0	-0,9	-1,2	-1,8	-1,4
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.	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	-1,6	-1,6	-1,2	-1,3	-1,3	-1,9	-1,5
Δ Grundkapital	EUR Mio.	3,0	3,9	0,0	0,0	0,0	1,2	-6,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	-22,0
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.	1,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	29,1
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	4,3	3,9	0,0	0,1	0,1	2,0	1,1
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	2,7	2,4	-1,2	-1,2	-1,2	0,1	-0,4
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.	0,1	2,8	5,1	3,9	2,8	1,6	1,7
Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode	EUR Mio.	2,8	5,1	3,9	2,8	1,6	1,7	1,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Cashflow-Statement, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,7	-0,9	0,5
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
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	-0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,4
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,4	0,3	0,3	0,0	0,1	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.	0,4	0,3	0,2	-0,6	0,1	-0,7	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.	0,2	0,2	0,0	0,5	-0,3	0,0	0,5
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	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-2,3	-1,6	-1,8	-3,0	-3,6	-1,3	0,8
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.	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	-0,3	0,0	-0,5	0,1	-0,1	-0,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,1	-0,6	-0,1	-1,3	-0,2	-0,3	-0,4
Free Cashflow	EUR Mio.	-2,4	-2,1	-1,9	-4,3	-3,8	-1,6	0,4
Δ Grundkapital	EUR Mio.	3,6	0,4	2,6	2,5	0,0	1,5	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,4	0,0	2,4	2,5	0,0	3,5	0,0
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.	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	3,9	0,5	5,0	5,8	0,0	5,0	0,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	1,5	-1,6	3,1	1,5	-3,8	3,4	0,4
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.	1,3	2,8	1,2	4,3	5,7	2,0	5,4
Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode	EUR Mio.	2,8	1,2	4,3	5,7	2,0	5,4	5,8
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Segmente, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Anzahl der Transplantationen		93	140	434	549	620	762	849
davon Deutschland		72	101	236	346	471	636	805
davon Ausland		21	39	198	203	149	126	44
YoY	%	47,6%	50,5%	210,0%	26,5%	12,9%	22,9%	11,4%
davon Deutschland	%	35,8%	40,3%	133,7%	46,6%	36,1%	35,0%	26,6%
davon Ausland	%	110,0%	85,7%	407,7%	2,5%	-26,6%	-15,4%	-65,1%
Anzahl der Transplantationen		93	140	434	549	620	762	849
davon CO.DON chondrosphere		79	110	367	480	539	694	807
davon CO.DON chondrotransplant DISC		6	21	52	56	81	68	42
davon CO.DON osteotransplant DENT		8	9	15	12	0	0	0
davon Sonstige		0	0	0	1	0	0	0
Erlöse nach Regionen	EUR Mio.	0,4	0,5	1,2	1,5	1,8	2,1	2,3
Deutschland	EUR Mio.	0,3	0,3	0,7	0,9	1,2	1,7	2,1
International	EUR Mio.	0,1	0,1	0,5	0,6	0,5	0,5	0,2
YoY	%	n/a	n/a	n/a	27,2%	15,2%	22,4%	8,0%
Deutschland	%	n/a	n/a	n/a	35,8%	32,1%	34,9%	28,3%
International	%	n/a	n/a	n/a	15,4%	-11,8%	-7,5%	-63,0%
in % der Erlöse	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	69,5%	72,0%	57,6%	61,5%	70,5%	77,7%	92,4%
International	%	30,5%	28,0%	42,4%	38,5%	29,5%	22,3%	7,6%
Umsatz je Transplantat	EUR	3.978	3.321	2.758	2.772	2.827	2.815	2.728
davon Deutschland	EUR	3.569	3.317	2.919	2.705	2.624	2.621	2.657
davon Ausland	EUR	5.381	3.333	2.566	2.887	3.470	3.794	4.023
YoY	%	-31,9%	-16,5%	-17,0%	0,5%	2,0%	-0,4%	-3,1%
davon Deutschland	%	-37,8%	-7,1%	-12,0%	-7,3%	-3,0%	-0,1%	1,4%
davon Ausland	%	-15,9%	-38,1%	-23,0%	12,5%	20,2%	9,3%	6,0%
Mitarbeiter		17	16	20	28	30	35	39
Deutschland		17	16	20	28	30	35	39
davon Zulassung und F&E		16	15	18	26	28	33	37
davon technischer Bereich		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon Vertrieb und Administration		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon Vorstand		1	1	2	2	2	2	2
davon Sonstige		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Segmente, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Anzahl der Transplantationen		950	1.085	1.223	1.240	1.700	2.100	2.800
davon Deutschland		920	1.083	1.220	1.230	1.680	1.850	2.200
davon Ausland		30	2	3	10	20	250	600
YoY	%	11,9%	14,2%	12,7%	1,4%	37,1%	23,5%	33,3%
davon Deutschland	%	14,3%	17,7%	12,7%	0,8%	36,6%	10,1%	18,9%
davon Ausland	%	-31,8%	-93,3%	50,0%	233,3%	100,0%	1150,0%	140,0%
Anzahl der Transplantationen		950	1.085	1.223	1.240	1.700	2.100	2.800
davon CO.DON chondrosphere		906	1.045	1.183	1.205	1.662	1.995	2.680
davon CO.DON chondrotransplant DISC		44	40	40	35	38	105	120
davon CO.DON osteotransplant DENT		0	0	0	0	0	0	0
davon Sonstige		0	0	0	0	0	0	0
Erlöse nach Regionen	EUR Mio.	2,7	3,6	4,5	5,1	5,6	6,5	9,7
Deutschland	EUR Mio.	2,6	3,6	4,5	5,0	5,6	6,3	7,4
International	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	2,3
YoY	%	16,3%	34,5%	23,6%	13,6%	10,1%	16,0%	49,9%
Deutschland	%	21,1%	39,5%	23,6%	12,4%	11,6%	12,4%	18,1%
International	%	-41,8%	-90,3%	30,0%	438,5%	-100%	n/a	1050,0%
in % der Erlöse	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	96,2%	99,7%	99,7%	98,6%	100,0%	96,9%	76,4%
International	%	3,8%	0,3%	0,3%	1,4%	0,0%	3,1%	23,6%
Umsatz je Transplantat	EUR	2.835	3.338	3.660	4.102	3.293	3.092	3.476
davon Deutschland	EUR	2.815	3.335	3.658	4.078	3.332	3.402	3.378
davon Ausland	EUR	3.433	5.000	4.333	7.000	0	800	3.833
YoY	%	3,9%	17,8%	9,6%	12,1%	-19,7%	-6,1%	12,4%
davon Deutschland	%	5,9%	18,5%	9,7%	11,5%	-18,3%	2,1%	-0,7%
davon Ausland	%	-14,7%	45,6%	-13,3%	61,5%	-100%	n/a	379,2%
Mitarbeiter		45	52	63	63	70	75	80
Deutschland		45	52	63	63	70	75	80
davon Zulassung und F&E		11	13	14	12	13	11	9
davon technischer Bereich		23	26	30	32	35	42	46
davon Vertrieb und Administration		9	11	17	17	20	20	23
davon Vorstand		2	2	2	2	2	2	2
davon Sonstige		0	0	0	0	0	0	0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick I, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	0,4	0,5	1,2	1,5	1,8	2,1	2,3
Rohrertrag	EUR Mio.	0,4	0,4	0,5	1,3	1,0	1,7	2,3
EBITDA	EUR Mio.	-1,7	-1,5	-1,5	-1,0	-1,6	-1,3	-0,9
EBIT	EUR Mio.	-2,4	-1,7	-1,7	-1,1	-1,7	-1,4	-1,0
EBT	EUR Mio.	-2,3	-1,7	-1,4	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,3	-1,5	-1,4	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0
Anzahl Mitarbeiter		17	16	20	28	30	35	39
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	14,34	7,19	4,43	2,51	1,47	2,95	2,45
Kurs Tief	EUR	0,99	3,86	1,97	1,04	0,71	0,78	0,72
Kurs Durchschnitt	EUR	4,42	5,16	3,20	1,78	1,07	1,91	1,43
Kurs Schlusskurs	EUR	5,94	4,47	2,10	1,23	1,04	2,25	0,87
EPS	EUR	-0,29	-0,13	-0,12	-0,08	-0,14	-0,11	-0,14
BVPS	EUR	0,43	0,49	0,37	0,30	0,15	0,18	0,35
CFPS	EUR	-0,20	-0,13	-0,09	-0,08	-0,10	-0,14	-0,20
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							
Performance bis Kursziel	%							
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	-459,7%	-329,5%	-127,1%	-62,4%	-89,3%	-61,1%	-37,1%
EBIT-Marge	%	-637,1%	-374,2%	-138,5%	-69,9%	-96,5%	-66,9%	-43,8%
EBT-Marge	%	-632,9%	-362,6%	-120,9%	-60,4%	-95,3%	-66,7%	-43,5%
Netto-Marge	%	-631,6%	-326,2%	-120,6%	-60,6%	-95,7%	-66,8%	-43,5%
FCF-Marge	%	-433,2%	-341,1%	-100,6%	-84,0%	-72,6%	-86,8%	-63,9%
ROE	%	-67,3%	-25,7%	-32,5%	-26,2%	-90,8%	-59,3%	-40,7%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	9,0%	4,6%	8,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	22	29	60	54	58,4	61,3	59,4
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-138,7	-108,8	-82,9	-38,0	-56,4	-41,0	-26,0
Capex/Umsatz	%	-175,6%	-41,1%	4,0%	-3,2%	-5,9%	-4,1%	-1,1%
Rohrertragsprämie	%	484,3%	573,2%	207,8%	358,2%	165,4%	240,1%	298,6%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	0,5%	25,7%	157,4%	27,2%	15,2%	22,4%	8,0%
Rohrertrag	%	-46,0%	-4,8%	13,3%	175,6%	-26,5%	74,9%	38,2%
EBITDA	%	-28,1%	-9,9%	-0,7%	-37,6%	64,8%	-16,3%	-34,5%
EBIT	%	-9,4%	-26,2%	-4,7%	-35,8%	59,0%	-15,2%	-29,3%
EBT	%	-1,7%	-28,0%	-14,2%	-36,4%	81,7%	-14,4%	-29,6%
Nettoergebnis	%	-2,6%	-35,1%	-4,8%	-36,1%	81,7%	-14,6%	-29,6%
EPS	%	-39,1%	-56,5%	-4,8%	-36,1%	81,7%	-22,3%	30,1%
CFPS	%	-51,6%	-33,9%	-33,8%	-8,8%	29,8%	37,8%	40,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick I, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	2,7	3,6	4,5	5,1	5,6	6,5	9,7
Rohrertrag	EUR Mio.	2,3	2,7	4,3	4,7	5,0	5,7	8,8
EBITDA	EUR Mio.	-2,2	-2,5	-2,3	-2,6	-3,4	-0,9	0,6
EBIT	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,6	-1,2	0,4
EBT	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,6	-1,1	0,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,7	-0,9	0,5
Anzahl Mitarbeiter		45	52	63	63	70	75	80
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	1,38	1,66	3,82	3,44	3,40	6,58	
Kurs Tief	EUR	0,72	0,70	1,16	1,86	2,21	2,86	
Kurs Durchschnitt	EUR	1,02	0,95	2,47	2,53	2,86	4,37	
Kurs Schlusskurs	EUR	0,93	1,54	2,35	2,75	2,73	6,58	6,58
EPS	EUR	-0,22	-0,24	-0,18	-0,18	-0,23	-0,05	0,03
BVPS	EUR	0,38	0,16	0,31	0,40	0,17	0,39	0,42
CFPS	EUR	-0,22	-0,14	-0,13	-0,18	-0,22	-0,07	0,04
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							7,50
Performance bis Kursziel	%							14,0%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	-83,1%	-68,4%	-50,6%	-51,3%	-60,9%	-14,3%	6,6%
EBIT-Marge	%	-88,4%	-73,5%	-55,3%	-56,2%	-65,2%	-18,2%	3,9%
EBT-Marge	%	-88,3%	-74,0%	-55,6%	-56,3%	-65,2%	-17,3%	4,6%
Netto-Marge	%	-88,4%	-74,1%	-55,7%	-56,3%	-65,2%	-13,2%	5,3%
FCF-Marge	%	-89,5%	-58,7%	-42,5%	-84,2%	-67,6%	-24,7%	4,2%
ROE	%	-59,4%	-148,0%	-58,2%	-44,7%	-132,2%	-12,4%	6,9%
NWC/Umsatz	%	13,9%	4,0%	4,6%	-5,2%	0,5%	0,5%	0,6%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	59,8	69,7	71,0	80,7	80,0	86,6	121,6
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-52,9	-51,2	-39,3	-45,4	-52,1	-15,8	4,7
Capex/Umsatz	%	-0,8%	7,6%	-0,7%	10,5%	-1,1%	1,0%	0,7%
Rohrertragsprämie	%	450,4%	260,6%	581,4%	742,6%	376,1%	674,4%	798,2%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	16,3%	34,5%	23,6%	13,6%	10,1%	16,0%	49,9%
Rohrertrag	%	1,2%	16,8%	56,3%	8,7%	6,7%	13,7%	56,4%
EBITDA	%	160,8%	10,6%	-8,6%	15,3%	30,6%	-72,7%	n/a
EBIT	%	134,5%	11,8%	-7,0%	15,4%	27,6%	-67,6%	n/a
EBT	%	136,2%	12,7%	-7,1%	14,9%	27,4%	-69,2%	n/a
Nettoergebnis	%	136,1%	12,7%	-7,1%	14,9%	27,4%	-76,6%	n/a
EPS	%	57,4%	8,2%	-24,8%	-2,7%	27,4%	-78,5%	n/a
CFPS	%	11,4%	-35,7%	-8,0%	41,6%	21,6%	-67,8%	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,1	0,9	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8
Umlaufvermögen	EUR Mio.	3,0	5,4	4,3	3,1	2,0	2,1	2,1
Eigenkapital	EUR Mio.	3,5	5,9	4,4	3,5	1,8	2,4	2,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,6	0,5	0,8	0,7	1,2	0,7	0,5
EK-Quote	%	85,2%	92,4%	84,7%	84,4%	61,1%	78,7%	83,2%
Gearing	%	-79,9%	-87,0%	-88,1%	-78,3%	-86,7%	-72,0%	-53,7%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2
Asset Turnover	x	0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,7	0,8
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	8.014	11.949	11.949	11.949	11.949	13.144	7.109
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	114,9	85,9	52,9	30,0	17,6	38,8	17,4
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	7,9	46,1	23,5	12,4	8,5	10,3	5,1
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	35,4	61,7	38,2	21,3	12,8	25,1	10,2
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	47,6	53,4	25,1	14,7	12,4	29,6	6,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-2,8	-5,1	-3,9	-2,8	-1,6	-1,7	-1,3
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.	112,1	80,8	49,0	27,2	16,0	37,0	16,1
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	10,7	51,2	27,5	15,2	10,1	12,0	6,5
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	38,2	66,8	42,2	24,0	14,4	26,8	11,5
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	50,4	58,5	29,0	17,4	14,0	31,3	7,5
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	303,08	173,74	40,95	17,88	9,11	17,27	6,94
EV/Umsatz Tief	x	28,95	110,21	22,94	9,97	5,75	5,59	2,79
EV/Umsatz Durchschnitt	x	103,23	143,62	35,22	15,78	8,21	12,51	4,96
EV/Umsatz Schlusskurs	x	136,16	125,89	24,24	11,46	8,00	14,60	3,25
EV/EBITDA Hoch	x	-65,93	-52,73	-32,21	-28,65	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	-6,30	-33,45	-18,05	-15,97	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	-22,46	-43,59	-27,71	-25,28	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	-29,62	-38,21	-19,07	-18,36	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	-21,37	-33,64	-17,49	-16,39	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	13,7	9,1	5,6	4,2	6,7	12,2	2,5
FCF-Yield	%	-3,4%	-3,0%	-4,8%	-8,7%	-10,2%	-6,3%	-23,9%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-1,6	-1,5	-1,0	-0,9	-1,2	-1,8	-1,4
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	-1,6	-1,6	-1,2	-1,3	-1,3	-1,9	-1,5
Free Cashflow	EUR Mio.	4,3	3,9	0,0	0,1	0,1	2,0	1,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick II, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,8	1,1	1,1	1,5	1,5	1,6	1,6
Umlaufvermögen	EUR Mio.	4,4	2,3	5,0	6,6	2,8	6,2	7,1
Eigenkapital	EUR Mio.	4,0	1,8	4,3	6,4	2,8	6,9	7,4
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,2	1,6	1,8	1,7	1,5	0,8	1,4
EK-Quote	%	77,5%	52,7%	70,6%	79,1%	65,2%	89,2%	84,5%
Gearing	%	-70,8%	-66,3%	-99,5%	-89,5%	-71,6%	-77,8%	-77,9%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,4	0,1	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1
Asset Turnover	x	0,5	1,1	0,7	0,6	1,3	0,8	1,1
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	10.663	11.108	13.722	16.217	16.217	17.691	17.691
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	14,7	18,4	52,4	55,8	55,1	116,4	
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	7,7	7,8	15,9	30,2	35,8	50,6	
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	10,9	10,6	33,9	41,0	46,4	77,3	
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	9,9	17,1	32,2	44,6	44,3	116,4	116,4
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-2,8	-1,2	-4,3	-5,7	-2,0	-5,4	-5,8
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.	11,9	17,2	48,2	50,0	53,2	111,0	
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	10,5	9,0	20,2	35,9	37,8	56,0	
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	13,7	11,8	38,2	46,8	48,4	82,7	
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	12,8	18,3	36,5	50,3	46,3	121,8	122,2
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	4,41	4,76	10,76	9,84	9,50	17,10	n/a
EV/Umsatz Tief	x	3,90	2,48	4,51	7,06	6,76	8,62	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	5,09	3,25	8,53	9,20	8,64	12,73	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	4,74	5,06	8,16	9,90	8,26	18,75	12,56
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	n/a	190,0
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	n/a	323,7
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	226,5
KBV Schlusskurs	x	2,5	9,4	7,5	7,0	16,0	16,9	15,7
FCF-Yield	%	-24,3%	-12,4%	-5,9%	-9,6%	-8,6%	-1,4%	0,4%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-2,3	-1,6	-1,8	-3,0	-3,6	-1,3	0,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,1	-0,6	-0,1	-1,3	-0,2	-0,3	-0,4
Free Cashflow	EUR Mio.	-2,4	-2,1	-1,9	-4,3	-3,8	-1,6	0,4
Free Cashflow	EUR Mio.	3,9	0,5	5,0	5,8	0,0	5,0	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TV
Umsatz	EUR Mio.	6,5	9,7	13,3	18,8	27,3	36,1	43,6	49,2	52,8	54,9	56,0	56,7	57,2	57,5	57,9	58,3
YoY	%	16,0%	49,9%	36,6%	41,5%	45,3%	31,9%	20,9%	12,8%	7,3%	4,0%	2,1%	1,2%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	-1,2	0,4	1,2	2,4	4,4	6,5	8,8	10,9	12,7	14,3	15,7	17,1	18,3	19,6	20,9	20,4
EBIT-Marge	%	-18,2%	3,9%	8,7%	12,7%	16,1%	18,1%	20,1%	22,1%	24,1%	26,1%	28,1%	30,1%	32,1%	34,1%	36,1%	35,0%
Steuern	EUR Mio.	0,3	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-4,0	-4,4	-4,8	-5,1	-5,5	-5,9	-5,7
Steuerquote (τ)	%	23,0%	-18,7%	2,4%	7,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	-0,9	0,4	1,1	2,2	4,0	5,9	7,9	9,8	11,4	10,3	11,3	12,3	13,2	14,1	15,0	14,7
Reinvestment	EUR Mio.	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-1,6
FCFF	EUR Mio.	-1,2	0,1	0,7	1,8	3,5	5,3	7,2	9,2	11,0	10,0	11,2	12,2	13,1	14,1	15,0	13,1
WACC	%	6,6%	7,1%	6,6%	6,5%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%	5,5%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	93,4%	87,6%	82,2%	77,2%	72,5%	68,2%	64,3%	60,6%	57,2%	54,0%	51,1%	48,4%	45,9%	43,5%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-1,2	0,1	0,6	1,5	2,7	3,8	4,9	5,9	6,7	5,7	6,0	6,2	6,4	6,5	6,5	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	3,6%															
Terminal Cost of capital	%	5,6%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	64,2															
in % des Enterprise Value	%	50,8%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	3,6															
in % des Enterprise Value	%	2,8%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	58,7															
in % des Enterprise Value	%	46,4%															
Enterprise Value	EUR Mio.	126,5															
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0															
Excess Cash	EUR Mio.	5,4															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	131,9															
Anzahl Aktien	Mio.	17,7															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	7,50															

Monte Carlo-Simulation (1.000 Läufe)

IN EUR JE AKTIE

Value Range (EUR)	Frequency
Weniger als 6,00	50
Von 6,00 bis 6,20	80
Von 6,20 bis 6,40	125
Von 6,40 bis 6,60	170
Von 6,60 bis 6,80	165
Von 6,80 bis 7,00	145
Von 7,00 bis 7,20	115
Von 7,20 bis 7,40	80
Von 7,40 bis 7,60	45
Von 7,60 bis 7,80	15
Mehr als 7,80	5

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, noch an Dritte weiter gegeben 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 Empfehlungen ist terminlich nicht 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 per Email und/oder per Post an professionelle 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)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns 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 § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b 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 die folgenden 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)
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
02.09.2016/12:16 Uhr	EUR 4,30/EUR 2,93 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
14.07.2016/10:26 Uhr	EUR 4,30/EUR 3,15 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
02.05.2016/09:01 Uhr	EUR 4,00/EUR 2,90 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 2; 8
02.03.2016/10:21 Uhr	EUR 4,00/EUR 2,80 (Schlusskurs)	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 2; 8

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

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

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, Multiplikatoren Modelle 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 19.05.2017 um 09.50 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 6,37.