

CO.DON

Reuters: CNWK.DE

Bloomberg: CNWK:GR

Fundamentale Neubewertung nach EU-Zulassung

Seit Jahresanfang konnte die CO.DON-Aktie mit einer Performance von 225,9% den DAX (5,5%) weit hinter sich lassen. Ursächlich für die Kursentwicklung der vergangenen Monate war die Eskomptierung der EU-weiten Zulassung des Gelenkknorpelprodukts, des strategisch wichtigsten Unternehmensziels. Nach dem Erhalt der EU-Zulassung haben wir unser Finanzmodell überarbeitet und angepasst. Daraus leitet sich ein Kursziel von EUR 12,50 je Aktie ab. Angesichts einer von uns erwarteten mittelfristigen Kursentwicklung von 40,4% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der CO.DON AG.

Europaweiter Roll-Out

Früher als erwartet hat CO.DON von der EU-Kommission die Zulassung für das Gelenkknorpelprodukt Spherox, ein körpereigenes Humanarzneimittel zur Behandlung von degenerativen und traumatischen Knorpeldefekten im Knie, erhalten. Damit können Sphäroide aus humanen autologen (also körpereigenen) Matrix-assoziierten Knorpelzellen (Chondrozyten) EU-weit zur Reparatur von symptomatischen Gelenkknorpeldefekten der ICRS-Grade III oder IV der Femurkondyle (die überknorpelte Gelenkfläche des Oberschenkelknochens) und der Patella (Kniescheibe) des Kniegelenks bei Defektgrößen von bis zu 10 cm² bei Erwachsenen eingesetzt werden. Die gesamte, von CO.DON angestrebte Indikationsbandbreite wurde genehmigt und das strategisch wichtigste Ziel des Unternehmens erreicht.

Spherox mit signifikant höherer Profitabilität

Spherox ist das Nachfolgeprodukt von CO.DON chondrosphere, das in Deutschland seit 2013 vom Paul-Ehrlich-Institut (PEI), der nationalen Arzneimittelbehörde, zur Behandlung aller Gelenke zugelassen war. Mit einer um ein Drittel verkürzten Kultivierungsphase der Knorpelzellen wird Spherox im Ausland zu einem geschätzten Preis zwischen EUR 8.000 und 10.000 je Behandlung angeboten werden. Da chondrosphere zudem in Deutschland sukzessive durch Spherox ersetzt werden wird, profitiert CO.DON nach unserer Einschätzung mittelfristig auch hierzulande von signifikant steigenden Rotertragsmargen.

Marktpotenzial vergrößert sich um den Faktor 16

Nach unseren Schätzungen wurden von CO.DON im vergangenen Jahr in Deutschland rund 1.700 Patienten mit der Methode der autologen Knorpelzelltransplantation behandelt. Bei etwa 20.000 für CO.DON relevanten Knieschäden pro Jahr entspricht dies einem Marktanteil von etwa 9,4%. TETEC, der einzige Wettbewerber mit einem ähnlichen Knorpelprodukt, dürfte in Deutschland einen mit CO.DON vergleichbaren Marktanteil erreicht haben, befindet sich im Prozess der EU-weiten Zulassung jedoch noch in der Patientenrekrutierung der klinischen Phase III. Dementsprechend sehen wir CO.DON bis zum Ende unseres Detailplanungshorizonts in 2021e als einzigen Anbieter innerhalb der EU. Hierdurch hat sich für CO.DON das Marktpotenzial durch die Kombination aus EU-weiter Zulassung und steigenden Behandlungskosten nach unseren Schätzungen auf knapp EUR 1,2 Mrd. mehr als ver-16-facht.

Rating: Buy **Risiko: Mittel**
Schlusskurs: EUR 8,90
Kursziel: EUR 12,50 (bislang EUR 7,50)

ISIN/WKN: DE000A1K0227 / A1K022
 Indizes: CDAX, General All-Share
 Transparenzlevel: General Standard
 Gewichtete Anzahl Aktien: 17,7 Mio.
 Marktkapitalisierung: EUR 157,5 Mio.
 Handelsvolumen/Tag: 46.000 Aktien
 H1/2017: 31. August 2017

EUR Mio. (31/12)	2015	2016	2017e	2018e
Nettoumsatz	5,1	5,6	6,5	8,4
EBITDA	-2,6	-3,4	-2,4	-3,3
EBIT	-2,9	-3,6	-2,7	-3,6
EBT	-2,9	-3,6	-2,6	-3,5
EAT	-2,9	-3,7	-2,2	-2,9

% vom Umsatz	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	-51,3%	-60,9%	-37,5%	-39,8%
EBIT	-56,2%	-65,2%	-41,4%	-43,0%
EBT	-56,3%	-65,1%	-40,5%	-42,2%
EAT	-56,3%	-65,2%	-33,4%	-35,3%

Je Aktie/EUR	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-0,18	-0,23	-0,12	-0,17
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,40	0,17	0,32	0,15
Cashflow	-0,18	-0,22	-0,15	-0,15

%	2015	2016	2017e	2018e
EK-Quote	79%	65%	87%	66%
Gearing	-90%	-72%	-73%	-38%

x	2015	2016	2017e	2018e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	9,90	8,26	24,87	18,98
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	7,0	16,0	28,2	59,6

EUR Mio.	2017e	2018e
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

Mit der EU-weiten Zulassung des Gelenkknorpelprodukts Spherex ist die Berliner CO.DON AG auf absehbare Zeit Alleinanbieterin eines körpereigenen Humanarzneimittels zur Behandlung von degenerativen und traumatischen Knorpeldefekten im Knie in Europa. Unterstützt von Preisanpassungen im Inland und einem im Ausland generell höheren Preisniveau für vergleichbare Knorpelanwendungen vergrößert sich das von CO.DON adressierte Marktvolumen gegenüber 2015 nach unseren Schätzungen um den Faktor 16.

Marktvolumen und -anteil von CO.DON in Deutschland

Die Arthroskopie des Kniegelenks ist ein minimal-invasiver chirurgischer Eingriff, bei dem der Gelenkinnenraum mit einer Kamera untersucht und behandelt wird. Wie das Göttinger Aqua-Institut in seiner jüngsten Studie ermittelt hat, werden in Deutschland 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 Spherex erhalten könnten.

TABELLE 1: EINWOHNER UND ANZAHL TRANSPLANTATIONEN

Einwohner	Mio.	511,8
Deutschland	Mio.	82,2
Ausland	Mio.	429,6
davon A-Länder	Mio.	239,2
GRB	Mio.	65,1
Benelux	Mio.	28,5
ESP	Mio.	46,4
ITA	Mio.	60,6
POL	Mio.	38,6
davon B-Länder	Mio.	190,4
davon C-Länder	Mio.	n/a
Anzahl Transplantationen	1.000	130.000
Deutschland	1.000	20.000
Ausland	1.000	110.000
davon A-Länder	1.000	70.000
davon B-Länder	1.000	40.000
davon C-Länder	1.000	n/a

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erwartetes Marktvolumen und -anteil von CO.DON im Ausland

Angaben gemäß unterteilt CO.DON den Weltmarkt in drei Zonen:

- ⑤ Als **A-Länder**, die auf der Zeitachse oberste Priorität haben, werden von CO.DON Großbritannien, Belgien, Spanien, Portugal und Polen eingestuft. Vor allem Großbritannien nimmt für CO.DON eine Signalwirkung ein. In diesen Märkten sollen jeweils eigenständige Vertriebsorganisationen aufgebaut werden. Hier erwarten wir einen Markteintritt ab 2017e.
- ⑤ **B-Länder**, die sich aus den übrigen Ländern der EU zusammensetzen, sollen erst nach den A-Ländern adressiert werden; derzeit ist vorgesehen, sie vertriebsseitig aus benachbarten A-Ländern abzudecken. Mit einem Markteintritt rechnen wir ab 2019e.
- ⑤ **C-Länder** wie Russland oder die USA, die derzeit jedoch nicht auf der Agenda von CO.DON stehen. Dementsprechend haben wir bislang keinen Markteintritt modelliert.

Unterstellen wir, dass CO.DON in den A- und B-Ländern einen vergleichbaren Marktanteil wie in Deutschland einnehmen wird, ergeben sich durch die EU-weite Zulassung langfristig vorstehende Behandlungszahlen (Vgl. Tabelle 1).

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 beschriebenen Produktvorteile ein deutlich höherer Preis angestrebt. Wir gehen davon aus, dass CO.DON in den 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 erfolgtem Produktstart von Spherox, den wir für 2019e terminiert haben, eine 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 2: 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: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN

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% und damit deutlich über dem Fünfjahreszeitraum 2011-16 von 19,3%.

TABELLE 3: UMSATZENTWICKLUNG CO.DON

		2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	EUR Mio.	5,6	6,5	8,4	10,0	20,5	26,4
Deutschland	EUR Mio.	5,6	6,3	7,4	8,1	15,1	16,3
Ausland	EUR Mio.	0,0	0,2	1,0	1,9	5,4	10,1
davon A-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	1,0	1,9	3,6	6,7
davon B-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	1,8	3,4
davon C-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	10,1%	16,0%	28,6%	19,6%	105,2%	28,6%
Deutschland	%	11,6%	12,4%	16,8%	10,0%	86,7%	7,8%
Ausland	%	n/a	n/a	400,0%	90,0%	184,1%	86,9%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	90,0%	88,1%	86,2%
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	88,1%
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%	96,9%	88,0%	81,0%	73,7%	61,7%
Ausland	%	0,0%	3,1%	12,0%	19,0%	26,3%	38,3%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	12,0%	19,0%	17,4%	25,2%
davon B-Länder	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	8,9%	13,0%
davon C-Länder	%	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN

Unterdurchschnittlich steigende Kosten

Für die einzelnen Kostenarten rechnen wir mit folgender Entwicklung:

- ⑤ Mit Erreichung der EU-weiten Zulassung werden sich die intern als „strategisch“ bezeichneten **Zulassungskosten** weiter zurückbilden.
- ⑤ Die Herstellung körpereigener Knorpelzelltransplantate ist ein relativ personalintensives Geschäftsmodell. Ende 2016 beschäftigte CO.DON 70 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 32,7% (2021e).
- ⑤ 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 12,8% bleiben wird. Damit ergibt sich eine Rohertragsmarge von 88,6%. Wir gehen davon aus, dass eine operative Rohertragsmarge in dieser Größenordnung den Normalfall darstellt.
- ⑤ Unter den **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** finden sich vor allem Marketingaufwendungen, u. a. für die Durchführung des Berliner Knorpelkongresses, 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.
- ⑤ Bislang war das Geschäftsmodell von CO.DON wenig kapitalintensiv. Angaben gemäß liegt das Werk in Teltow bei einer jährlichen Kapazität von 2.500 Transplantaten. Da Spherox eine um 25% bis 30% schnellere Inkubationszeit hat als chondrosphere, dürften nach unseren Schätzungen erst in etwa drei Jahren Kapazitätsengpässe bemerkbar werden. Vor dem Hintergrund aktuell leerstehender Reinraumkapazitäten sehen wir einen Eigenbau für CO.DON nicht als sinnvolle Strategie an. Ungeachtet dessen verbleiben **Capex** für den Isolator, der vom Unternehmen bei 500 Implantaten mit EUR 1,5 Mio. angegeben wird.

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

Im vergangenen Jahr erzielte CO.DON ein EBITDA von EUR -3,4 Mio. Im laufenden Geschäftsjahr gehen wir von einer deutlichen Verbesserung des operativen EBITDA auf dann EUR -2,4 Mio. aus. Bedingt durch die Anlaufverluste aus dem europaweiten Roll-Out wird sich die Ertragslage in 2018e nach unseren Schätzungen jedoch nochmals verschlechtern, bevor CO.DON in 2020e einen deutlichen Ergebnissprung vermelden und erstmals in der Unternehmensgeschichte ein deutlich positives operatives Ergebnis erreichen wird. Bis zum Ende unserer Detailplanungsphase im Jahr 2021e rechnen wir mit einem weiteren Anstieg des operativen Ergebnisses auf dann EUR 6,8 Mio. Bezogen auf die Gesamtleistung entspricht dies einer EBITDA-Marge von 25,9%.

TABELLE 4: UMSATZENTWICKLUNG CO.DON

		2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
EBITDA	EUR Mio.	-3,4	-2,4	-3,3	0,1	4,1	6,8
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	-59,8%	-37,5%	-39,8%	1,4%	20,2%	25,9%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

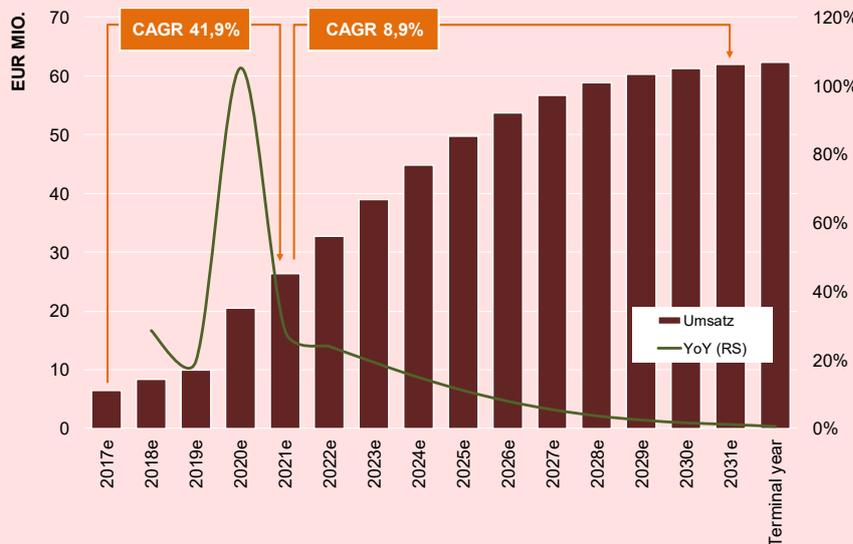
Nach Überarbeitung unserer Mittelfristprognose haben wir unser Bewertungsmodell überarbeitet. Nach Anpassung der Parameter heben wir unser aus einem dreiphasigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 12,50 von EUR 7,50 je Aktie (Base Case-Szenario) je Aktie an. Grundlage der Kurszielanhebung sind unsere deutlich höheren Umsatzerwartungen insbesondere im Zeitraum 2019e-21e als bislang prognostiziert. Auf Sicht von zwölf Monaten entspricht unser Kursziel gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 8,90 je Aktie einem erwarteten Kurssteigerungspotenzial von 40,4%. Nach der klaren Outperformance der vergangenen Monate (YTD +225,9% vs. DAX +5,5%) bestätigen wir 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 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase (2017e-21e bzw. 2021e-31e) belaufen sich auf 41,9% bzw. 8,9%.

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 2017e-21e in Höhe von 41,9%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2031e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 8,9% 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 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 5: 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 24,8% in 2021e auf 59,8% in 2031e (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 50,2 Mio. (zum Jahresende 2016, 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 5,4 Mio. abgeleiteten synthetischen Rating von BBB und einer unterstellten Recovery Rate von 10%.
- Ⓢ dass die von CO.DON in 2018e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 6,6% 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 BBB 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 6: 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)	%	16,4%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	6,4%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	20,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	1,3%
WACC basierend auf Marktwerten	%	6,6%

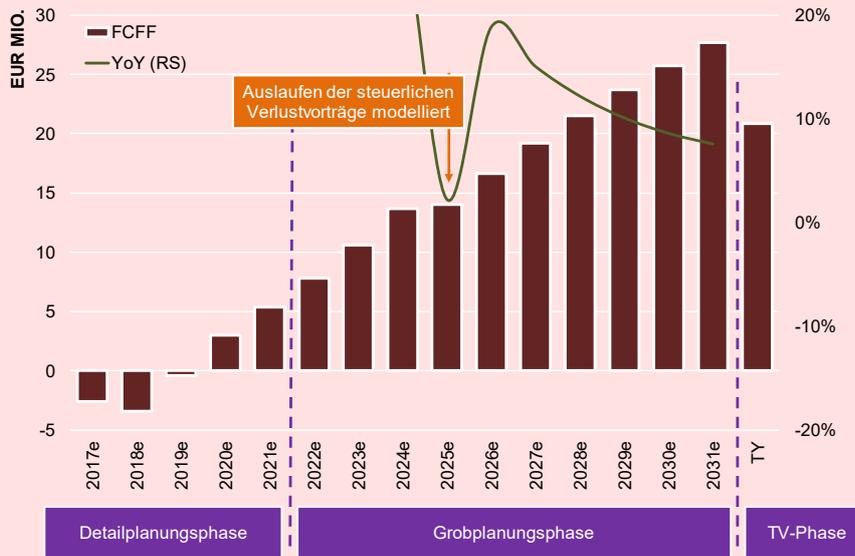
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ⊕ 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 6,6% (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 2025e 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 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 12,50 je Aktie

Der aus unserem Modell abgeleitete Enterprise Value liegt bei EUR 216,4 Mio. Aus diesem werden etwa 53,8% über den Terminal Value abgeleitet, 45,9% bzw. 0,3% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Unter Hinzurechnung der Nettofinanzposition von EUR 4,1 Mio. (per Ende 2017e) ergibt sich bezogen auf 17,7 Mio. Stück Aktien ein Wert des Eigenkapitals von EUR 12,50 je Aktie.

TABELLE 7: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

PV (Terminal Value)	EUR Mio.	116,4
in % des Enterprise Value	%	53,8%
PV (CF Detailplanungsphase)	EUR Mio.	0,7
in % des Enterprise Value	%	0,3%
PV (CF Grobplanungsphase)	EUR Mio.	99,3
in % des Enterprise Value	%	45,9%
Enterprise Value	EUR Mio.	216,4
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0
Cash	EUR Mio.	4,1
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	220,4
Anzahl Aktien	Mio.	17,7
Kursziel je Aktie	EUR	12,50

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 157,5 Mio. bzw. über EUR 254,8 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Je Aktie entsprechen diese Angaben Kursen von EUR 8,90 und EUR 14,40 (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 11,00 und EUR 11,50 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 8: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

X	Bewertung mit EUR 12,50 je Aktie			Bewertung zum aktuellen Kurs		
	2017e	2018e	2019e	2017e	2019e	2019e
KGv	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	34,7x	26,6x	22,2x	24,9x	19,0x	15,9x
EV/EBITDA	n/a	n/a	1.601,8x	n/a	n/a	n/a
KBV	39,6x	83,6x	82,0x	28,2x	59,6x	58,4x

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 12,50 je Aktie. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 8,90 ergibt sich dementsprechend ein Kurspotenzial von 40,4%. 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 des EU-weiten Roll-Out und (2) eine in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive verbesserte Ertragslage.

Katalysatoren für das Erreichen des Kurszieles

Risiken für das Erreichen unseres Kursziels

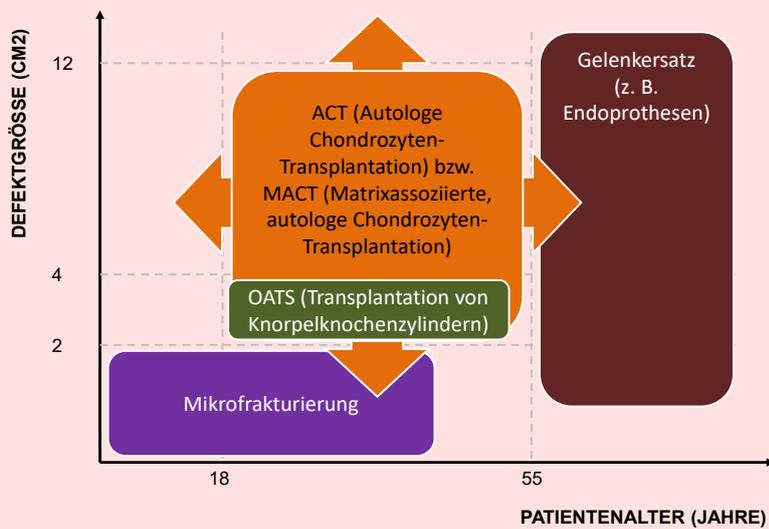
Für das Erreichen unseres Kurszieles bestehen nach u. E. die Risiken, dass (1) sich der EU-weite Roll-Out zeitlich nach hinten verschiebt; (2) dass für die im Ausland im Zeitraum ab 2009 erzielten Umsätze nachträglich Umsatzsteuer festgesetzt wird – allerdings hat sich dieses Risiko durch die seit dem Geschäftsjahr 2010 geänderte Gesetzeslage Angaben gemäß wesentlich reduziert; (3) die angestrebte Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten nur zu höheren Capex möglich ist als erwartet.

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, Spherox (bzw. dessen Vorgänger 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 4: 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

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
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.	-19,4%	-51,0%	-28,5%	-37,0%	-36,8%	-33,0%	-13,3%
davon bezogene Waren/Leistungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
in % der Gesamtleistung	%	-0,1	-0,8	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9	-0,2
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	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsätze	EUR Mio.	5,1	5,6	6,5	8,4	10,0	20,5	26,4
YoY	%	13,6%	10,1%	16,0%	28,6%	19,6%	105,2%	28,6%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	EUR Mio.	5,3	5,7	6,5	8,4	10,0	20,5	26,4
YoY	%	7,1%	7,7%	13,9%	28,6%	19,6%	105,2%	28,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,6	-0,7	-0,8	-1,1	-1,3	-2,8	-3,6
davon RHB	EUR Mio.	-11,9%	-12,8%	-12,9%	-13,2%	-13,4%	-13,5%	-13,7%
davon bezogene Waren/Leistungen	EUR Mio.	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9	-1,1	-2,3	-3,1
in % der Gesamtleistung	%	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5
Rohertrag	EUR Mio.	4,7	5,0	5,7	7,2	8,6	17,7	22,7
YoY	%	8,7%	6,7%	13,7%	28,1%	19,3%	104,9%	28,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-3,7	-4,6	-5,1	-7,1	-5,1	-7,4	-8,6
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-3,2	-4,0	-4,4	-6,1	-4,5	-6,4	-7,5
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,5	-0,6	-0,7	-1,0	-0,7	-1,0	-1,1
in % der Gesamtleistung	%	-70,0%	-80,5%	-79,2%	-85,0%	-51,5%	-35,9%	-32,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-3,6	-3,8	-2,9	-3,5	-3,4	-6,2	-7,3
in % der Gesamtleistung	%	-67,4%	-66,5%	-45,4%	-41,6%	-33,7%	-30,3%	-27,7%
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	-2,4	-3,3	0,1	4,1	6,8
in % der Gesamtleistung	%	-49,3%	-59,8%	-37,5%	-39,8%	1,4%	20,2%	25,9%
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-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.	-2,9	-3,6	-2,7	-3,6	-0,1	3,9	6,5
YoY	%	15,4%	27,6%	-26,3%	33,5%	-96,1%	n/a	69,3%
YoY	EUR Mio.	-0,4	-0,8	1,0	-0,9	3,5	4,0	2,7
in % der Gesamtleistung	%	-54,0%	-64,0%	-41,4%	-43,0%	-1,4%	18,8%	24,8%
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	0,1	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.	-2,9	-3,6	-2,6	-3,5	-0,1	3,9	6,6
YoY	%	14,9%	27,4%	-27,9%	33,9%	-97,7%	n/a	68,6%
in % der Gesamtleistung	%	-54,1%	-64,0%	-40,5%	-42,2%	-0,8%	19,0%	24,9%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,5	0,6	0,1	-0,4	-0,7
in % des EBT	%	0,0%	0,0%	-17,7%	-16,4%	-172,2%	-9,5%	-10,9%
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	-2,2	-2,9	0,1	3,5	5,8
in % der Gesamtleistung	%	-54,2%	-64,0%	-33,4%	-35,3%	0,5%	17,2%	22,2%
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	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	16,2	16,2	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
EPS	EUR	-0,18	-0,23	-0,12	-0,17	0,00	0,20	0,33
EPS (verwässert)	EUR	-0,18	-0,23	-0,12	-0,17	0,00	0,20	0,33

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						
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	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,4	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7
davon Gebäude und Grundstücke	EUR Mio.	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
davon Labor und technische Ausrüstung	EUR Mio.	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	EUR Mio.	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
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	4,8	2,3	2,6	7,5	14,2
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,6	0,7
DIO	d	2,8%	2,1%	1,9%	2,6%	2,7%	2,7%	2,8%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,4	0,5	0,5	1,0	1,2	2,5	3,3
DSO	d	32	33	30	42	44	44	45
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	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.	5,7	2,0	4,1	1,0	1,0	4,3	10,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bilanzsumme	EUR Mio.	8,1	4,2	6,4	4,0	4,4	9,4	16,3
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	6,4	2,8	5,6	2,6	2,7	6,2	12,1
EK-Quote	%	79,1%	65,2%	87,0%	65,7%	61,6%	66,1%	74,2%
Grundkapital	EUR Mio.	16,2	16,2	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
Kapitalrücklage	EUR Mio.	5,2	5,2	8,8	8,8	8,8	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.	-15,1	-18,7	-20,9	-23,8	-23,8	-20,2	-14,4
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	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	0,8	1,4	1,7	3,2	4,2
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.	0,9	0,6	0,6	1,1	1,4	2,9	3,9
in % der Umsätze	d	16,8%	10,8%	9,6%	13,7%	14,3%	14,1%	14,7%
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	0,2	0,2	0,3	0,3	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.	8,1	4,2	6,4	4,0	4,4	9,4	16,3
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%						
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%	-1035%	-1066%	-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%						
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%						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Normalisierte Bilanz, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	19%	35%	24%	41%	39%	19%	12%
Immaterielles Vermögen	%	2%	3%	2%	4%	4%	2%	1%
Sachanlagevermögen	%	17%	32%	22%	37%	36%	18%	11%
davon Gebäude und Grundstücke	%	4%	6%	4%	7%	6%	3%	2%
davon Labor und technische Ausrüstung	%	7%	14%	9%	16%	15%	7%	4%
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	%	7%	13%	9%	15%	14%	7%	4%
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	%	80%	64%	75%	57%	59%	80%	88%
Vorräte	%	2%	3%	2%	5%	6%	6%	5%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	6%	12%	8%	24%	28%	26%	20%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	2%	2%	1%	2%	2%	1%	1%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
Wertpapiere	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	71%	47%	63%	25%	22%	46%	62%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%
Bilanzsumme	%	100%						
PASSIVA								
Eigenkapital	%	79%	65%	87%	66%	62%	66%	74%
Grundkapital	%	200%	383%	275%	440%	404%	188%	109%
Kapitalrücklage	%	65%	124%	136%	218%	200%	93%	54%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsrücklagen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn-/Verlustvortrag	%	-186%	-442%	-325%	-592%	-543%	-215%	-89%
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%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	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%	13%	34%	38%	34%	26%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	11%	14%	10%	28%	33%	31%	24%
Erhaltene Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	3%	5%	3%	6%	6%	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%						
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.	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0
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	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,9	-3,7	-2,2	-2,9	0,1	3,5	5,8
Abschreibungen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	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	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	-1,3	-0,8
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	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	-0,7	0,0	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	0,0	0,5	0,3	1,5	1,0
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.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-3,0	-3,6	-2,6	-2,7	0,3	3,7	6,1
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	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
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	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Free Cashflow	EUR Mio.	-4,3	-3,8	-2,9	-3,1	0,0	3,4	5,7
Δ Grundkapital	EUR Mio.	2,5	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	2,5	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0	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.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	5,8	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	1,5	-3,8	2,1	-3,1	0,0	3,4	5,7
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	4,1	1,0	1,0	4,3
Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode	EUR Mio.	5,7	2,0	4,1	1,0	1,0	4,3	10,0
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%	-100,0%
davon A-Länder		2,5%	-26,6%	-15,4%	-65,1%	-31,8%	-93,3%	-100,0%
davon B-Länder		n/a						
davon C-Länder		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						
davon A-Länder	EUR	n/a						
davon B-Länder	EUR	n/a						
davon C-Länder	EUR	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						
davon B-Länder	EUR Mio.	n/a						
davon C-Länder	EUR Mio.	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						
davon B-Länder	%	n/a						
davon C-Länder	%	n/a						
Umsatzanteil	%	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						
davon B-Länder	%	n/a						
davon C-Länder	%	n/a						

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Segmente, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Anzahl der Transplantationen		1.240	1.680	1.875	2.200	2.620	3.101	3.806
Deutschland		1.230	1.680	1.850	2.100	2.310	2.516	2.712
Ausland		10	0	25	100	310	585	1.094
davon A-Länder		10	0	25	100	190	357	666
davon B-Länder		0	0	0	0	120	228	429
davon C-Länder		0	0	0	0	0	0	0
YoY		1,4%	35,5%	11,6%	17,3%	19,1%	18,4%	22,8%
Deutschland		0,6%	36,6%	10,1%	13,5%	10,0%	8,9%	7,8%
Ausland		n/a	-100,0%	n/a	300,0%	210,0%	88,8%	87,0%
davon A-Länder		n/a	-100,0%	n/a	300,0%	90,0%	88,1%	86,2%
davon B-Länder		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	90,0%	88,1%
davon C-Länder		n/a						
Kosten je Transplantat	EUR	4.102	3.332	3.463	3.795	3.811	6.608	6.925
Deutschland	EUR	4.078	3.332	3.402	3.500	3.500	7.000	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	0	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	6,5	8,4	10,0	20,5	26,4
Deutschland	EUR Mio.	5,0	5,6	6,3	7,4	8,1	15,1	16,3
Ausland	EUR Mio.	0,1	0,0	0,2	1,0	1,9	5,4	10,1
davon A-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,0	1,9	3,6	6,7
davon B-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	1,8	3,4
davon C-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	13,6%	10,1%	16,0%	28,6%	19,6%	105,2%	28,6%
Deutschland	%	12,4%	11,6%	12,4%	16,8%	10,0%	86,7%	7,8%
Ausland	%	438,5%	-100,0%	n/a	400,0%	90,0%	184,1%	86,9%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	90,0%	88,1%	86,2%
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	88,1%
davon C-Länder	%	n/a						
Umsatzanteil	%	100,0%						
Deutschland	%	98,6%	100,0%	96,9%	88,0%	81,0%	73,7%	61,7%
Ausland	%	1,4%	0,0%	3,1%	12,0%	19,0%	26,3%	38,3%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	12,0%	19,0%	17,4%	25,2%
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	8,9%	13,0%
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
Rohrertrag	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
Kursziel	EUR							
Performance bis Kursziel	%							
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%
Rohrertragsprämie	%	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%
Rohrertrag	%	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	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	5,1	5,6	6,5	8,4	10,0	20,5	26,4
Rohertrag	EUR Mio.	4,7	5,0	5,7	7,2	8,6	17,7	22,7
EBITDA	EUR Mio.	-2,6	-3,4	-2,4	-3,3	0,1	4,1	6,8
EBIT	EUR Mio.	-2,9	-3,6	-2,7	-3,6	-0,1	3,9	6,5
EBT	EUR Mio.	-2,9	-3,6	-2,6	-3,5	-0,1	3,9	6,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,9	-3,7	-2,2	-2,9	0,1	3,5	5,8
Anzahl Mitarbeiter		63	70	80	92	96	102	120
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	3,44	3,40	12,31				
Kurs Tief	EUR	1,86	2,21	2,86				
Kurs Durchschnitt	EUR	2,53	2,86	6,00				
Kurs Schlusskurs	EUR	2,75	2,73	8,90	8,90	8,90	8,90	8,90
EPS	EUR	-0,18	-0,23	-0,12	-0,17	0,00	0,20	0,33
BVPS	EUR	0,40	0,17	0,32	0,15	0,15	0,35	0,68
CFPS	EUR	-0,18	-0,22	-0,15	-0,15	0,02	0,21	0,35
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							12,50
Performance bis Kursziel	%							40,4%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	-51,3%	-60,9%	-37,5%	-39,8%	1,4%	20,2%	25,9%
EBIT-Marge	%	-56,2%	-65,2%	-41,4%	-43,0%	-1,4%	18,8%	24,8%
EBT-Marge	%	-56,3%	-65,1%	-40,5%	-42,2%	-0,8%	19,0%	24,9%
Netto-Marge	%	-56,3%	-65,2%	-33,4%	-35,3%	0,5%	17,2%	22,2%
FCF-Marge	%	-84,2%	-67,6%	-44,9%	-36,5%	-0,4%	16,4%	21,7%
ROE	%	-44,7%	-132,2%	-38,8%	-111,4%	2,0%	56,6%	48,5%
NWC/Umsatz	%	-5,2%	0,5%	0,5%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	80,7	80,0	81,2	90,8	104,0	200,9	219,7
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-45,4	-52,1	-33,6	-39,0	-1,5	37,8	54,4
Capex/Umsatz	%	10,5%	-1,1%	1,0%	0,9%	0,7%	0,4%	0,3%
Rohertragsprämie	%	742,6%	376,1%	560,0%	349,1%	379,1%	812,6%	1403,1%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	13,6%	10,1%	16,0%	28,6%	19,6%	105,2%	28,6%
Rohertrag	%	8,7%	6,7%	13,7%	28,1%	19,3%	104,9%	28,4%
EBITDA	%	15,3%	30,5%	-28,5%	36,5%	n/a	n/a	64,8%
EBIT	%	15,4%	27,6%	-26,3%	33,5%	-96,1%	n/a	69,3%
EBT	%	14,9%	27,4%	-27,9%	33,9%	-97,7%	n/a	68,6%
Nettoergebnis	%	14,9%	27,4%	-40,6%	35,9%	n/a	n/a	66,2%
EPS	%	-2,7%	27,4%	-45,5%	35,9%	n/a	n/a	66,2%
CFPS	%	41,6%	21,6%	-34,5%	4,5%	n/a	n/a	63,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2008-14

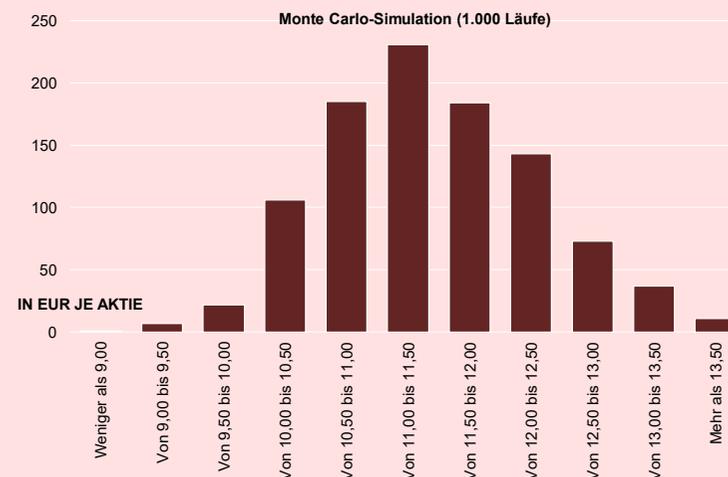
IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	1,1	1,1
Umlaufvermögen	EUR Mio.	3,1	2,0	2,1	2,1	4,4	2,3	5,0
Eigenkapital	EUR Mio.	3,5	1,8	2,4	2,5	4,0	1,8	4,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,7	1,2	0,7	0,5	1,2	1,6	1,8
EK-Quote	%	84,4%	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						
EV/EBIT Tief	x	n/a						
EV/EBIT Durchschnitt	x	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						
KGV Tief	x	n/a						
KGV Durchschnitt	x	n/a						
KGV Schlusskurs	x	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
Free 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	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	6,6	2,8	4,9	2,4	2,7	7,6	14,3
Eigenkapital	EUR Mio.	6,4	2,8	5,6	2,6	2,7	6,2	12,1
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,7	1,5	0,8	1,4	1,7	3,2	4,2
EK-Quote	%	79,1%	65,2%	87,0%	65,7%	61,6%	66,1%	74,2%
Gearing	%	-89,5%	-71,6%	-72,6%	-38,0%	-35,6%	-69,5%	-83,1%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Asset Turnover	x	0,6	1,3	1,0	2,1	2,3	2,2	1,6
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	16.217	16.217	17.691	17.691	17.691	17.691	17.691
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	55,8	55,1	217,8				
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	30,2	35,8	50,6				
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	41,0	46,4	106,1				
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	44,6	44,3	157,5	157,5	157,5	157,5	157,5
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-5,7	-2,0	-4,1	-1,0	-1,0	-4,3	-10,0
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	213,7				
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	35,9	37,8	54,7				
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	46,8	48,4	110,2				
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	50,3	46,3	161,5	158,5	158,4	161,8	167,5
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	9,84	9,50	32,91	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	7,06	6,76	8,42	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	9,20	8,64	16,97	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	9,90	8,26	24,87	18,98	15,87	7,89	6,35
EV/EBITDA Hoch	x	n/a						
EV/EBITDA Tief	x	n/a						
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a						
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	1142,5	39,0	24,5
EV/EBIT Hoch	x	n/a						
EV/EBIT Tief	x	n/a						
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a						
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	42,0	25,7
KGV Hoch	x	n/a						
KGV Tief	x	n/a						
KGV Durchschnitt	x	n/a						
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2952,9	44,7	26,9
KBV Schlusskurs	x	7,0	16,0	28,2	59,6	58,4	25,3	13,0
FCF-Yield	%	-9,6%	-8,6%	-1,9%	-1,9%	0,0%	2,1%	3,6%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-3,0	-3,6	-2,6	-2,7	0,3	3,7	6,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Free Cashflow	EUR Mio.	-4,3	-3,8	-2,9	-3,1	0,0	3,4	5,7
Free Cashflow	EUR Mio.	5,8	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	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	8,4	10,0	20,5	26,4	32,7	39,0	44,8	49,8	53,7	56,7	58,8	60,2	61,2	61,9	62,3
YoY	%	16,0%	28,6%	19,6%	105,2%	28,6%	24,0%	19,3%	14,9%	11,1%	8,0%	5,5%	3,7%	2,5%	1,7%	1,2%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	-2,7	-3,6	-0,1	3,9	6,5	9,2	12,4	15,8	19,3	22,7	25,9	29,0	31,8	34,5	37,0	31,2
EBIT-Marge	%	-41,4%	-43,0%	-1,4%	18,8%	24,8%	28,3%	31,8%	35,3%	38,8%	42,3%	45,8%	49,3%	52,8%	56,3%	59,8%	50,0%
Steuern	EUR Mio.	0,5	0,6	0,1	-0,4	-0,7	-0,9	-1,2	-1,6	-4,8	-5,7	-6,5	-7,2	-7,9	-8,6	-9,3	-7,8
Steuerquote (τ)	%	17,3%	16,1%	98,5%	9,6%	10,9%	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.	-2,2	-3,0	0,0	3,5	5,8	8,3	11,1	14,2	14,5	17,0	19,5	21,7	23,8	25,8	27,8	23,4
Reinvestment	EUR Mio.	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-2,5
FCFF	EUR Mio.	-2,6	-3,4	-0,4	3,0	5,4	7,8	10,6	13,7	14,0	16,7	19,2	21,5	23,7	25,7	27,7	20,9
WACC	%	6,7%	6,6%	4,4%	6,5%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	93,8%	89,9%	84,4%	79,4%	74,7%	70,3%	66,3%	62,5%	59,0%	55,7%	52,7%	49,8%	47,1%	44,6%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-2,6	-3,2	-0,3	2,6	4,3	5,8	7,5	9,1	8,8	9,8	10,7	11,3	11,8	12,1	12,4	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%																2,8%
Terminal Cost of capital	%																5,6%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.																116,4
in % des Enterprise Value	%																53,8%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.																0,7
in % des Enterprise Value	%																0,3%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.																99,3
in % des Enterprise Value	%																45,9%
Enterprise Value	EUR Mio.																216,4
Finanzschulden	EUR Mio.																0,0
Excess Cash	EUR Mio.																4,1
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.																220,4
Anzahl Aktien	Mio.																17,7
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR																12,50



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%.

Risikoinschätzung (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 Nettoverkauf- 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)
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
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 01.08.2017 um 09:40 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 8,90