

CO.DON

Reuters: CNWK.DE

Bloomberg: CNWK:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Schlusskurs: EUR 6,11

Kursziel: EUR 12,50 (unverändert)

Erfolgreicher Abschluss der Phase II-Langzeitstudie

CO.DON hat die fünfjährige Nachbeobachtungszeit der klinischen Phase II-Studie erfolgreich abschließen können. Bei sämtlichen Dosierungen konnten Angabe gemäß andauernde und signifikante Verbesserungen im Vergleich zum Ausgangszustand vor der Behandlung festgestellt werden. Ebenfalls wurde bekannt, dass in Großbritannien, dem für CO.DON derzeit strategisch wichtigsten Auslandsmarkt, die erste Klinik mit der Behandlung von Patienten mit dem körpereigenen Knorpelzelltransplantat Spherox begonnen hat. Wir bestätigen unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell ermitteltes Kursziel von EUR 12,50 je Aktie und unser Buy-Rating für die Aktien der CO.DON AG.

Erfolgreicher Abschluss der klinischen Phase II-Studie

Nach Ablauf der fünfjährigen Nachbeobachtungszeit hat CO.DON die klinische Phase II-Studie „co.dis“ erfolgreich abschließen können. In der Langzeitstudie (2012-17) wurden 75 Patienten im Alter von 18 bis 50 Jahren mit Knorpeldefekten im Kniegelenk mit Knorpelzelltransplantaten von CO.DON in unterschiedlichen Dosierungen behandelt. Angabe gemäß konnte bei sämtlichen Dosierungen eine andauernde und signifikante Verbesserung im Vergleich zum Ausgangszustand vor der Behandlung festgestellt werden. Die Bewertung erfolgte sowohl anhand subjektiver Einschätzungen seitens der Patienten als auch mit Hilfe bildgebender Diagnostik. Die Ergebnisse der Langzeitstudie weisen darauf hin, dass Spherox für Knorpeldefekte an verschiedenen Lokalisationen des Knies auch im Langzeitverlauf anhaltend wirksam und sicher ist.

Aktuell befindet sich CO.DON in der Phase III-Studie, in der die Wirksamkeit und Unbedenklichkeit bei über 100 Patienten in einer randomisierten und kontrollierten Doppelblindstudie getestet wird. Als Vergleichstherapie kommt die Mikrofrakturierung zum Einsatz. Dabei wird Knochenplatte am Defektgrund mit Hilfe von Spezialinstrumenten mehrfach perforiert; in den Einblutungen entstehen Blutgerinnsel aus Knochenmarkstammzellen, die sich später in fibröses Knorpelersatzgewebe umwandeln können. Ergebnisse der Phase III-Studie werden für 2020 erwartet.

Behandlung des ersten Patienten in Großbritannien

In Birmingham hat zwischenzeitlich die erste Klinik in Großbritannien mit der Behandlung von Patienten mit dem autologen Knorpelzelltransplantat Spherox begonnen. Für CO.DON stellt diese Behandlung einen weiteren Meilenstein dar, in einem der wichtigsten europäischen Zielmärkte die regulatorischen und gesetzlichen Anforderungen erfüllen zu können. Darüber hinaus spielt der britische Markt aufgrund der tendenziell höheren Behandlungskosten eine bedeutende Rolle in der von uns erwarteten Profitabilitätsentwicklung.

Bestätigung von Buy-Rating und Kursziel EUR 12,50

Auf Sicht von zwölf Monaten errechnet sich aus unserem dreistufigen DCF-Entity-Modell ein unverändertes Kursziel von EUR 12,50 je Aktie. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 6,11 entspricht dies einem erwarteten Kurssteigerungspotenzial von 104,6%. Nach der klaren Outperformance der vergangenen Monate (LTM +30,0% vs. DAX -1,3%) bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der CO.DON AG.

ISIN/WKN: DE000A1K0227 / A1K022
Indizes: CDAX, General All-Share
Transparenzlevel: General Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 17,7 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 108,1 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 10.000 Aktien
Jahresabschluss 2017: Vorauss. 30. April 2018

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

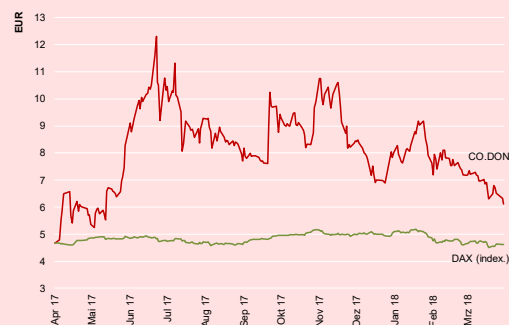
% vom Umsatz	2016	2017e	2018e	2019e
EBITDA	-60,9%	-86,5%	-61,2%	-42,4%
EBIT	-65,2%	-90,6%	-64,3%	-44,9%
EBT	-65,1%	-90,1%	-63,9%	-45,3%
EAT	-65,2%	-76,5%	-54,3%	-38,4%

Je Aktie/EUR	2016	2017e	2018e	2019e
EPS	-0,23	-0,27	-0,27	-0,24
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,17	0,26	-0,01	-0,25
Cashflow	-0,22	-0,29	-0,25	-0,23

%	2016	2017e	2018e	2019e
EK-Quote	65%	82%	-4%	-103%
Gearing	-72%	-66%	-882%	-139%

x	2016	2017e	2018e	2019e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	8,26	20,28	12,19	9,14
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	16,0	27,0	n/a	n/a

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



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

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

susanne.hasler@sphene-capital.de

Risiken für das Erreichen unseres Kursziels

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

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von CO.DON in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über den aktuellen Stand des EU-weiten Roll-Out und (2) eine in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive verbesserte Ertragslage.

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals von EUR 12,50 je Aktie wäre CO.DON mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 1: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

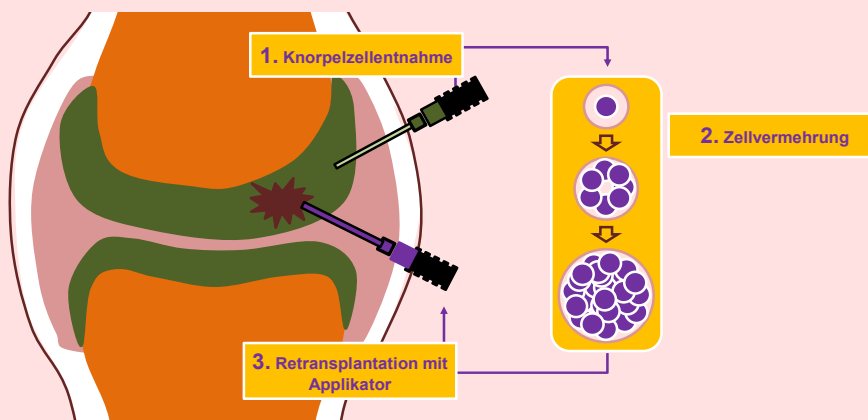
X	Bewertung mit EUR 12,50 je Aktie			Bewertung zum aktuellen Kurs		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	65,7x
EV/Umsatz	25,2x	19,3x	10,5x	12,2x	9,1x	5,0x
EV/EBITDA	n/a	n/a	101,7x	n/a	n/a	48,6x
KBV	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Geschäftsmodell: Pionier im Bereich Tissue Engineering

Gegründet 1993 ist CO.DON der weltweit führende kommerzielle, minimalinvasive humanmedizinische Hersteller von Zell- und Gewebetransplantaten aus patienteneigenen (autologen) Zellen für den Einsatz bei Knorpeldefekten. Das Hauptprodukt, Spherox (bzw. dessen Vorgänger CO.DON chondrosphere), wurde inzwischen in mehr als 150 Kliniken mehr als 11.000 Mal erfolgreich zur Regeneration und Funktionswiederherstellung nach traumatischen (wie z. B. nach Sportunfällen) und degenerativen Kniegelenknorpelschäden angewendet.

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

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsätze	EUR Mio.	5,1	5,6	6,2	8,7	11,1	20,7	27,1
YoY	%	13,6%	10,1%	10,0%	41,5%	27,9%	85,6%	30,9%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	EUR Mio.	5,3	5,7	6,4	8,7	11,1	20,7	27,1
YoY	%	7,1%	7,7%	12,2%	36,3%	27,9%	85,6%	30,9%
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,6	-0,7	-0,8	-1,1	-1,3	-2,4	-3,0
davon RHB	EUR Mio.	-11,9%	-12,8%	-12,9%	-13,1%	-12,1%	-11,5%	-10,9%
davon bezogene Waren/Leistungen	EUR Mio.	-0,4	-0,5	-0,7	-1,0	-1,2	-2,0	-2,6
in % der Gesamtleistung	%	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Rohertrag	EUR Mio.	4,7	5,0	5,6	7,6	9,8	18,3	24,1
YoY	%	8,7%	6,7%	11,9%	36,1%	29,3%	86,9%	31,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-3,7	-4,6	-5,8	-6,4	-7,6	-8,5	-9,7
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-3,2	-4,0	-4,5	-4,8	-5,7	-6,3	-7,2
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,5	-0,6	-1,4	-1,7	-2,0	-2,2	-2,5
in % der Gesamtleistung	%	-70,0%	-80,5%	-91,2%	-73,9%	-68,6%	-41,2%	-36,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-3,6	-3,8	-5,1	-6,5	-6,9	-7,7	-8,1
in % der Gesamtleistung	%	-67,4%	-66,5%	-79,1%	-74,2%	-61,8%	-37,1%	-30,0%
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	-5,3	-5,3	-4,7	2,1	6,3
in % der Gesamtleistung	%	-49,3%	-59,8%	-83,2%	-61,2%	-42,4%	10,3%	23,1%
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	-5,6	-5,6	-5,0	1,8	6,0
YoY	%	15,4%	27,6%	52,8%	0,4%	-10,7%	-136,7%	224,8%
YoY	EUR Mio.	-0,4	-0,8	-1,9	0,0	0,6	6,8	4,1
in % der Gesamtleistung	%	-54,0%	-64,0%	-87,2%	-64,3%	-44,9%	8,9%	22,0%
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	-0,1	-0,1	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-2,9	-3,6	-5,5	-5,6	-5,1	1,7	5,9
YoY	%	14,9%	27,4%	52,0%	0,5%	-9,3%	-134,5%	239,8%
in % der Gesamtleistung	%	-54,1%	-64,0%	-86,7%	-63,9%	-45,3%	8,4%	21,9%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8	-0,1	-0,6
in % des EBT	%	0,0%	0,0%	-15,1%	-15,1%	-15,3%	-5,5%	-10,6%
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	-4,7	-4,7	-4,3	1,6	5,3
in % der Gesamtleistung	%	-54,2%	-64,0%	-73,7%	-54,3%	-38,4%	8,0%	19,6%
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	-0,27	-0,27	-0,24	0,09	0,30
EPS (verwässert)	EUR	-0,18	-0,23	-0,27	-0,27	-0,24	0,09	0,30

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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	3,9	3,5	2,5	4,5	5,7
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6	0,8
DIO	d	2,8%	2,1%	2,5%	2,5%	2,7%	2,7%	2,8%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,4	0,5	0,7	1,0	1,3	2,5	3,4
DSO	d	32	33	41	41	44	44	46
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	3,0	2,2	0,8	1,3	1,4
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bilanzsumme	EUR Mio.	8,1	4,2	5,5	5,2	4,3	6,4	7,8
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	6,4	2,8	4,5	-0,2	-4,5	-2,8	2,5
EK-Quote	%	79,1%	65,2%	81,6%	-4,1%	-103,5%	-44,7%	31,6%
Grundkapital	EUR Mio.	16,2	16,2	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
Kapitalrücklage	EUR Mio.	5,2	5,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
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	-23,4	-28,1	-32,4	-30,8	-25,5
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,1	0,8	1,0	5,4	8,8	9,2	5,3
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	4,0	7,0	6,0	1,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	EUR Mio.	0,9	0,6	0,8	1,1	1,6	2,9	4,0
in % der Umsätze	d	16,8%	10,8%	13,1%	13,1%	14,1%	14,2%	14,8%
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	5,5	5,2	4,3	6,4	7,8
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Normalisierte Bilanz, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	19%	35%	28%	32%	40%	29%	25%
Immaterielles Vermögen	%	2%	3%	2%	3%	4%	3%	3%
Sachanlagevermögen	%	17%	32%	26%	29%	36%	26%	22%
davon Gebäude und Grundstücke	%	4%	6%	5%	5%	6%	5%	4%
davon Labor und technische Ausrüstung	%	7%	14%	11%	12%	15%	11%	9%
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	%	7%	13%	10%	11%	14%	10%	9%
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%	71%	67%	58%	70%	74%
Vorräte	%	2%	3%	3%	4%	7%	9%	10%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	6%	12%	13%	19%	31%	39%	44%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
Wertpapiere	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	71%	47%	54%	42%	18%	20%	18%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASSIVA								
Eigenkapital	%	79%	65%	82%	-4%	-103%	-45%	32%
Grundkapital	%	200%	383%	319%	342%	408%	278%	228%
Kapitalrücklage	%	65%	124%	185%	198%	236%	161%	132%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsrücklagen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn-/Verlustvortrag	%	-186%	-442%	-422%	-544%	-747%	-484%	-328%
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%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	13%	19%	18%	104%	203%	145%	68%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	77%	161%	94%	13%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	11%	14%	15%	22%	36%	46%	52%
Erhaltene Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	3%	5%	4%	5%	6%	4%	4%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Personen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,9	-3,7	-4,7	-4,7	-4,3	1,6	5,3
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	-0,2	-0,3	-0,4	-1,2	-0,9
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	0,2	0,4	0,4	1,4	1,1
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-3,0	-3,6	-5,1	-4,5	-4,0	1,9	5,6
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,2	-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	-5,5	-4,8	-4,4	1,5	5,1
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	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	4,0	3,0	-1,0	-5,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	5,8	0,0	6,5	4,0	3,0	-1,0	-5,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	1,5	-3,8	1,0	-0,8	-1,4	0,5	0,1
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.	4,3	5,7	2,0	3,0	2,2	0,8	1,3
Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode	EUR Mio.	5,7	2,0	3,0	2,2	0,8	1,3	1,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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	3.120	3.878
Deutschland		1.230	1.680	1.850	2.100	2.310	2.516	2.712
Ausland		10	0	25	100	310	604	1.166
davon A-Länder		10	0	25	100	190	376	737
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%	19,1%	24,3%
Deutschland		0,6%	36,6%	10,1%	13,5%	10,0%	8,9%	7,8%
Ausland		n/a	n/a	n/a	300,0%	210,0%	94,9%	93,0%
davon A-Länder		n/a	n/a	n/a	300,0%	90,0%	98,0%	96,0%
davon B-Länder		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	90,0%	88,1%
davon C-Länder		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Kosten je Transplantat	EUR	4.102	3.332	3.283	3.960	4.252	6.628	6.982
Deutschland	EUR	4.078	3.332	3.219	3.500	4.000	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	6,2	8,7	11,1	20,7	27,1
Deutschland	EUR Mio.	5,0	5,6	6,0	7,7	9,2	15,1	16,3
Ausland	EUR Mio.	0,1	0,0	0,2	1,0	1,9	5,6	10,8
davon A-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	1,0	1,9	3,8	7,4
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%	10,0%	41,5%	27,9%	85,6%	30,9%
Deutschland	%	12,4%	11,6%	6,4%	29,5%	19,8%	63,4%	7,8%
Ausland	%	438,5%	n/a	n/a	400,0%	90,0%	194,0%	93,4%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	90,0%	98,0%	96,0%
davon B-Länder	%	n/a	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	n/a
Umsatzanteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	98,6%	100,0%	96,8%	88,5%	82,9%	73,0%	60,1%
Ausland	%	1,4%	0,0%	3,2%	11,5%	17,1%	27,0%	39,9%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	11,5%	17,1%	18,2%	27,2%
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	8,8%	12,7%
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, 2015-21e

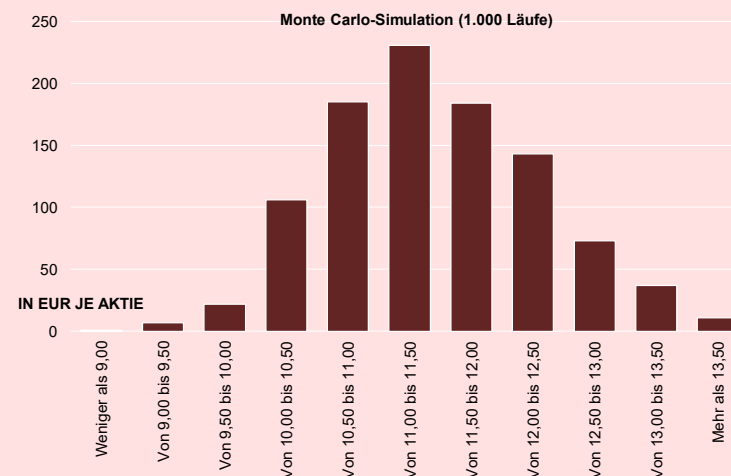
IFRS (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	5,1	5,6	6,2	8,7	11,1	20,7	27,1
Rohertrag	EUR Mio.	4,7	5,0	5,6	7,6	9,8	18,3	24,1
EBITDA	EUR Mio.	-2,6	-3,4	-5,3	-5,3	-4,7	2,1	6,3
EBIT	EUR Mio.	-2,9	-3,6	-5,6	-5,6	-5,0	1,8	6,0
EBT	EUR Mio.	-2,9	-3,6	-5,5	-5,6	-5,1	1,7	5,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,9	-3,7	-4,7	-4,7	-4,3	1,6	5,3
Anzahl Mitarbeiter		63	70	83	92	96	102	120
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	3,44	3,40	12,31	9,19			
Kurs Tief	EUR	1,86	2,21	2,86	6,11			
Kurs Durchschnitt	EUR	2,53	2,86	7,14	7,64			
Kurs Schlusskurs	EUR	2,75	2,73	6,89	6,11	6,11	6,11	6,11
EPS	EUR	-0,18	-0,23	-0,27	-0,27	-0,24	0,09	0,30
BVPS	EUR	0,40	0,17	0,26	-0,01	-0,25	-0,16	0,14
CFPS	EUR	-0,18	-0,22	-0,29	-0,25	-0,23	0,11	0,31
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							12,50
Performance bis Kursziel	%							104,6%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	-51,3%	-60,9%	-86,5%	-61,2%	-42,4%	10,3%	23,1%
EBIT-Marge	%	-56,2%	-65,2%	-90,6%	-64,3%	-44,9%	8,9%	22,0%
EBT-Marge	%	-56,3%	-65,1%	-90,1%	-63,9%	-45,3%	8,4%	21,9%
Netto-Marge	%	-56,3%	-65,2%	-76,5%	-54,3%	-38,4%	8,0%	19,6%
FCF-Marge	%	-84,2%	-67,6%	-88,9%	-55,4%	-39,4%	7,2%	19,0%
ROE	%	-44,7%	-132,2%	-104,1%	2257,3%	95,3%	-57,8%	216,1%
NWC/Umsatz	%	-5,2%	0,5%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	80,7	80,0	74,2	94,7	116,0	202,7	225,6
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-45,4	-52,1	-67,2	-60,9	-52,1	18,0	49,7
Capex/Umsatz	%	10,5%	-1,1%	1,1%	0,8%	0,7%	0,4%	0,3%
Rohertragsprämie	%	742,6%	376,1%	501,3%	449,5%	381,7%	563,7%	691,4%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	13,6%	10,1%	10,0%	41,5%	27,9%	85,6%	30,9%
Rohertrag	%	8,7%	6,7%	11,9%	36,1%	29,3%	86,9%	31,7%
EBITDA	%	15,3%	30,5%	56,2%	0,2%	-11,5%	n/a	194,6%
EBIT	%	15,4%	27,6%	52,8%	0,4%	-10,7%	n/a	224,8%
EBT	%	14,9%	27,4%	52,0%	0,5%	-9,3%	n/a	239,8%
Nettoergebnis	%	14,9%	27,4%	29,0%	0,5%	-9,5%	n/a	221,8%
EPS	%	-2,7%	27,4%	18,3%	0,5%	-9,5%	n/a	221,8%
CFPS	%	41,6%	21,6%	30,2%	-12,8%	-10,3%	n/a	195,9%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

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	4,0	3,5	2,6	4,5	5,8
Eigenkapital	EUR Mio.	6,4	2,8	4,5	-0,2	-4,5	-2,8	2,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,7	1,5	1,0	5,4	8,8	9,2	5,3
EK-Quote	%	79,1%	65,2%	81,6%	-4,1%	-103,5%	-44,7%	31,6%
Gearing	%	-89,5%	-71,6%	-65,9%	-881,8%	-138,8%	-166,8%	-16,5%
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	1,1	1,7	2,6	3,2	3,5
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	126,3				
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	44,6	44,3	121,9	108,1	108,1	108,1	108,1
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-5,7	-2,0	-3,0	1,8	6,2	4,7	-0,4
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	214,8				
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	35,9	37,8	53,6				
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	46,8	48,4	129,3				
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	50,3	46,3	124,9	106,2	101,9	103,4	108,5
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	9,84	9,50	34,89	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	7,06	6,76	8,70	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	9,20	8,64	21,00	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	9,90	8,26	20,28	12,19	9,14	5,00	4,01
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	48,6	17,3
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	56,3	18,2
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	65,7	20,4
KBV Schlusskurs	x	7,0	16,0	27,0	n/a	n/a	n/a	44,1
FCF-Yield	%	-9,6%	-8,6%	-4,5%	-4,5%	-4,1%	1,4%	4,8%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-3,0	-3,6	-5,1	-4,5	-4,0	1,9	5,6
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	-5,5	-4,8	-4,4	1,5	5,1
Free Cashflow	EUR Mio.	5,8	0,0	6,5	4,0	3,0	-1,0	-5,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TV
Umsatz	EUR Mio.	8,7	11,1	20,7	27,1	33,3	38,4	42,0	44,3	45,5	46,2	46,6	46,9	47,2	47,5	47,8	48,1
YoY	%	41,5%	27,9%	85,6%	30,9%	22,8%	15,4%	9,5%	5,3%	2,8%	1,5%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	-5,6	-5,0	1,8	6,0	8,7	11,5	14,3	16,8	19,1	21,3	23,3	25,4	27,4	29,5	31,6	33,7
EBIT-Marge	%	-64,3%	-44,9%	8,9%	22,0%	26,0%	30,0%	34,0%	38,0%	42,0%	46,0%	50,0%	54,0%	58,0%	62,0%	66,0%	70,0%
Steuern	EUR Mio.	0,8	0,8	-0,1	-0,6	-0,9	-1,2	-1,4	-1,7	-4,8	-5,3	-5,8	-6,3	-6,9	-7,4	-7,9	-8,4
Steuerquote (τ)	%	15,0%	15,5%	5,2%	10,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	-4,8	-4,2	1,7	5,3	7,8	10,4	12,9	15,2	14,3	15,9	17,5	19,0	20,6	22,1	23,7	25,3
Reinvestment	EUR Mio.	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,7
FCFF	EUR Mio.	-5,1	-4,6	1,3	4,9	7,3	10,0	12,6	15,0	14,2	15,9	17,5	19,0	20,5	22,1	23,6	22,5
WACC	%	6,6%	6,4%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	100,0%	88,1%	82,8%	77,9%	73,4%	69,1%	65,1%	61,4%	57,9%	54,7%	51,6%	48,8%	46,1%	43,7%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-5,1	-4,6	1,1	4,0	5,7	7,3	8,7	9,7	8,7	9,2	9,5	9,8	10,0	10,2	10,3	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%			2,8%													
Terminal Cost of capital	%			5,8%													
Barwert Terminal Value	EUR Mio.			123,1													
in % des Enterprise Value	%			56,5%													
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.			-4,6													
in % des Enterprise Value	%			-2,1%													
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.			99,3													
in % des Enterprise Value	%			45,6%													
Enterprise Value	EUR Mio.			217,7													
Finanzschulden	EUR Mio.			0,0													
Excess Cash	EUR Mio.			3,0													
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.			220,7													
Anzahl Aktien	Mio.			17,7													
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR			12,50													



Diese Studie wurde erstellt durch die



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

Disclaimer

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

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

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

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

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

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

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

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

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

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

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

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

Informationsquellen

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

Erklärung Compliance

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

Erklärung der Ersteller der Studien

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

Diese Studie wurde am 05.04.2018 um 14:45 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 7,09.