

# CO.DON

Reuters: CNWK.DE

Bloomberg: CNWK GY

## Besuch des Standorts Leipzig

### Kursziel EUR 4,20 je Aktie – Bestätigung unseres Buy-Ratings

Wir haben unser aus einem dreiphasigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 4,20 von EUR 3,80 je Aktie (Base Case-Szenario) an und bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der CO.DON AG.

### Besuch des Standorts Leipzig

Mit der Anfang des Jahres erteilten Betriebsstättengenehmigung durch die Europäische Arzneimittel-Agentur (EMA) und der kürzlich abgeschlossenen GMP-Inspektion durch das Paul-Ehrlich-Institut (PEI) wurden alle zentralen behördenrelevanten Meilensteine erreicht, um wie geplant im Sommer dieses Jahres mit der Spherex-Produktion am neuen Produktionsstandort in der „Bio City Leipzig“ zu beginnen. In der vergangenen Woche hatten wir Gelegenheit, die Leipziger Anlage kurz vor ihrem Produktionsstart zu besichtigen und uns einen Eindruck von deren Hochfahren zu machen.

### Eine der größten Anlagen zur Produktion humaner Zellen

Mit einem Maschinenanlagen-Investitionsvolumen von mehr als EUR 10 Mio. wurde am Produktionsstandort Leipzig eine der größten Anlagen zur großtechnischen Herstellung von autologen humanen Zelltherapeutika weltweit errichtet. Zukünftig werden insgesamt 144 von der Außenwelt abgedichteten Reinraum-Inkubatoren Zell- und Gewebetransplantate aus patienteneigenen (autologen) Zellen für den Einsatz bei Knorpeldefekten gezüchtet.

### Verdoppelung der Produktionskapazität

Gezüchtet werden die Zellkulturen unter dem Einsatz von selbstfahrenden Robotern in automatisierten Fertigungslinien weitgehend ohne menschliche Beteiligung. Die Leistungsvorteile gegenüber der bisherigen Integrierten Isolator Technologie am Standort Teltow sind nach unserer Einschätzung erheblich. Durch eine dezentrale, unabhängige Anordnung der einzelnen Inkubatoren lassen sich in der neuen Anlage jährlich Knorpelzellen für rund 4.500 Transplantationen kultivieren – mehr als doppelt so viele wie am Standort Teltow. Nach Aussage des Unternehmens ist die Anlage aufgrund ihres modularen dezentralen Aufbaus überdies problemlos erweiterbar, so dass bei Bedarf auch deutliche größere Produktionskapazitäten möglich sein werden.

### Break-Even-Prognose Q4/2022e realistisch

Angesichts erheblicher Effizienzvorteile gegenüber der bisherigen Integrierten Isolator Technologie am Standort Teltow und vor dem Hintergrund deutlich höherer, auf den Auslandsmärkten erzielbarer durchschnittlicher Behandlungskosten für das Arzneimittel Spherex sehen wir die Guidance des Vorstands, Ende nächsten Jahres den operativen Break-Even zu erreichen, als realistisch an.

**Rating:** Buy **Risiko:** Hoch  
**Kurs:** EUR 1,39  
**Kursziel:** EUR 4,20 (bislang EUR 3,80)

WKN / ISIN: DE000A1K0227 / A1K022

Indizes: CDAX, General All-Share

Transparenzlevel: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 43,7 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 60,8 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~30.000 Stück

H1/2021: Vorauss. 30. August 2021

GuV (EUR Mio.)	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	6,2	10,0	16,9	27,1
EBITDA	-10,1	-9,8	-2,0	1,9
EBIT	-11,0	-10,7	-2,9	0,9
EBT	-14,6	-12,9	-3,1	0,8
EAT	-13,9	-12,9	-2,6	0,8

% der Umsätze	2020	2021e	2022e	2023e
EBITDA	-162%	-98%	-12%	7%
EBIT	-176%	-107%	-17%	3%
EBT	-234%	-129%	-18%	3%
EAT	-223%	-129%	-15%	3%

Je Aktie (EUR)	2020	2021e	2022e	2023e
EPS	-0,43	-0,29	-0,06	0,02
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,64	0,18	0,12	0,14
Cashflow	-0,66	-0,01	-0,05	0,02

Bilanz (%)	2020	2021e	2022e	2023e
EK-Quote	71%	22%	15%	15%
Gearing	-28%	-62%	-40%	-46%

Multiples (x)	2020	2021e	2022e	2023e
KGV	n/a	n/a	n/a	75,7
EV/Umsatz	7,32	6,58	3,72	2,34
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	34,1
KBV	1,9	7,8	11,7	10,1

Guidance (EUR Mio.)	2021e	2022e	2023e
Umsatz	9,5 bis 10,5	n/a	n/a
EAT	-12 bis -13	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

ABBILDUNG 1: PRODUKTIONSSTANDORT LEIPZIG



Ein selbstfahrender Roboter bringt die Inkubatoren vom Isolator an ihren Zielort, die Docking-Stationen. Nachdem sich dort jede Zelle über einen Zeitraum von mehreren Wochen etwa zehnmals geteilt hat, hat sich das entnommene Zellmaterial so stark vermehrt, dass die vermehrten Knorpelzellen in den Knorpeldefekt des Patienten transplantiert werden können.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN (FOTOGRAPHIE: BERND CRAMER)

### Insgesamt 144 Inkubatoren...

Während bei der bisher am Fertigungsstandort Teltow praktizierten „Integrierten Isolator Technologie“ Isolator und Inkubator fest miteinander verbunden sind, wird in Leipzig erstmals ein dezentrales, modular aufgebautes Verfahren angewendet. In diesem neuen Verfahren sind die einzelnen Isolatoren als vollkommen unabhängige Einheiten angeordnet, deren jede das gesamte Equipment für die Herstellung von Knorpel-Transplantaten enthält. Diese speziellen Brutschränke, die Inkubatoren, sind komplett von der Außenwelt abgedichtete Edelstahlgehäuse, die unter Überdruck betrieben werden und mit einem automatisierten Dekontaminationssystem unter Einsatz von Wasserstoffperoxid ausgestattet sind.

In einem Inkubator wird ein Mikroklima mit eng geregelten Luftfeuchtigkeits-, Temperatur- und CO<sub>2</sub>-Bedingungen geschaffen und erhalten.

ABBILDUNG 2:  $\alpha/\beta$ -PORT ZUM INKUBATOR

Alle für die Kultivierung erforderlichen Zellkulturen gelangen über sogenannte  $\alpha/\beta$ -Ports kontaminationsfrei in die Isolatoren und nach erfolgter Bearbeitung wieder zurück in die Inkubatoren.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN (FOTOGRAPHIE: BERND CRAMER)

### ... der höchsten Reinraumklasse A

Die 144 Inkubatoren, in denen die für die Zellproduktion notwendigen Außenbedingungen (insbesondere Temperatur, CO<sub>2</sub> und Luftfeuchtigkeit) geschaffen werden, wurden als EU-GMP-Reinraumklasse A validiert, in denen die striktesten Anforderungen an mikrobiologische und luftgetragene Kontamination durch Mikroorganismen erfüllt werden; hier sind Höchstwerte von weniger als 3.520 Partikeln je m<sup>3</sup> (Angaben im Ruhezustand) mit einer Größe von bis zu 0,5 µm festgelegt. Damit ist die Herstellung eines sterilen Arzneimittels wie Spherex gewährleistet.

### Drei Isolatoren

In derzeit drei Isolatoren werden die Wärmeschranke, Tiefkühler, Kühler, Zentrifugen, Mikroskope und sonstiger Zubehör für die Produktion und Mikrobiologie bereitgestellt. Sie sorgen für die in der Zellproduktion notwendigen Außenbedingungen (insbesondere Temperatur, CO<sub>2</sub> und Luftfeuchtigkeit). Dabei ist jeder Isolator mit angedocktem Inkubator ein „Reinraum im Reinraum“.

ABBILDUNG 3: ISOLATOREN



Zu sehen sind zwei der drei mikrobiologischen Sicherheitswerkbanken, auch Isolatoren genannt. Hier wird das entnommene Zellmaterial bearbeitet und in die Inkubatoren eingebracht und aus diesen wieder entnommen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN (FOTOGRAFIE: BERND CRAMER)

### Signifikante Leistungsvorteile in Leipzig

Die Leistungsvorteile gegenüber der bisherigen Integrierten Isolator Technologie am Standort Teltow sind nach unserer Einschätzung erheblich. Wir gehen in unseren Schätzungen davon aus, dass durch die dezentrale, unabhängige Anordnung der einzelnen Inkubatoren die Resilienz des Produktionsprozesses erheblich verbessert werden wird und nach Erreichen eines eingeschwungenen Zustands, CO.DON die Produktion der Leipziger Anlage gegenüber Teltow in den kommenden Jahren mehr als verdoppeln wird.

**Signifikantes Marktvolumen in Deutschland und der EU**

Die Arthroskopie des Kniegelenks ist ein minimal-invasiver chirurgischer Eingriff, bei dem der Gelenkinnenraum mit einer Kamera untersucht und behandelt wird. In Deutschland werden pro Jahr rund 425.000 Arthroskopien am Kniegelenk durchgeführt. Bei einer Einwohnerzahl von 82,2 Mio. bedeutet dies, dass in Deutschland pro Jahr etwa 0,52% der Bevölkerung eine Kniegelenksarthroskopie erhalten. Von diesen entfallen etwa 390.000 Eingriffe auf Verschleißerscheinungen (degenerativ) und 35.000 Eingriffe auf spontane Verletzungen (meist Unfälle). Etwa die Hälfte aller Arthroskopien bezieht sich auf Knorpelschäden, wovon laut CO.DON etwa 10% für eine Behandlung mit dem Gelenkknorpelprodukt Spherex geeignet sind. In Deutschland liegt das von CO.DON mit Spherox adressierte Marktvolumen mithin bei etwa 21.250 Behandlungen pro Jahr.

Für das EU-Ausland sowie die Schweiz liegen vergleichbare Zahlen nicht vor. Unterstellen wir eine ähnliche Quote an Kniearthroskopien pro Einwohner, werden bei 229,5 Mio. Einwohnern in den EU-Staaten Österreich, den Niederlanden, Frankreich, Italien und Belgien, sowie in England und der Schweiz also rund 1,2 Mio. Kniearthroskopien pro Jahr durchgeführt. Unter der Annahme, dass in diesen Ländern ähnliche Behandlungsquoten wie in Deutschland angesetzt werden können, ergeben sich für CO.DON auf den Auslandsmärkten rund 60.000 Spherox-Behandlungen pro Jahr.

In Summe ermitteln wir für CO.DON ein Marktpotenzial von 81.250 Behandlungen pro Jahr.

**TABELLE 1: DERZEIT VON CO.DON ADRESSIERTES MARKTPOTENZIAL**

<b>Deutschland</b>		
Einwohner	Mio.	82,2
Anzahl Kniearthroskopien pro Jahr		425.000
Kniearthroskopien pro Einwohner	%	0,52%
Anteil Kniearthroskopien, die Knorpelschäden aufdecken	%	50%
Anteil Kniearthroskopien mit Knorpelursachen, die mit autologen Chondrozyten-Implantaten behandelt werden können	%	10%
<b>Anzahl der Spherox-Behandlungsfälle pro Jahr</b>		<b>21.250</b>
<b>Bislang von CO.DON adressierte Märkte im EU-Ausland*, in England und der Schweiz</b>		
Einwohner	Mio.	229,5
Anzahl Kniearthroskopien pro Jahr (Implizite Berechnung)		1.200.000
Anteil Kniearthroskopien, die Knorpelschäden aufdecken	%	50%
Anteil Kniearthroskopien mit Knorpelursachen, die mit autologen Chondrozyten-Implantaten behandelt werden können	%	10%
<b>Anzahl der Spherox-Behandlungsfälle pro Jahr</b>		<b>60.000</b>
<b>Anzahl der Spherox-Behandlungsfälle pro Jahr in den von CO.DON adressierten Märkten</b>		<b>81.250</b>
QUELLE: IMS HEALTH (2015), HJELLE ET AL. (2002), WIDUCHOWSKI ET AL. (2007), SPHENE CAPITAL PROGNOSEN		* ÖSTERREICH, NIEDERLANDE, FRANKREICH, ITALIEN UND BELGIEN

**Deutlich höhere Behandlungskosten im Ausland als im Inland**

In Deutschland wird die Behandlung bisher unter dem Vorgängerprodukt CO.DON chondrosphere nach unseren Schätzungen in einer Preisbandbreite von EUR 3.500 bis EUR 4.500 je Behandlung angeboten. Wir gehen davon aus, dass CO.DON in den EU-

Märkten, in England und der Schweiz für die Behandlung mit Spherox einen Preis von durchschnittlich EUR 10.000 pro Behandlung erzielen wird. Auf dem Schweizer Markt könnten nach unserer Einschätzung sogar noch höhere Behandlungskosten erstattet werden. Für Deutschland rechnen wir damit, dass CO.DON nach dem erfolgten Produktstart von Spherox in diesem Jahr eine Anhebung der Behandlungskosten auf EUR 7.000 pro Behandlung durchsetzen wird, haben diese Anhebung jedoch noch nicht in unsere aktuelle Marktpotenzialanalyse eingearbeitet. Per Saldo errechnen wir damit für Spherox in den genannten EU-Ländern, in England und der Schweiz ein aktuelles Marktpotenzial von EUR 696 Mio. pro Jahr.

<b>TABELLE 2: DERZEIT VON CO.DON ADRESSIERTES MARKTVOLUMEN</b>		
<b>Deutschland</b>		
Anzahl Anwendungen		21,250
Durchschnittliche Behandlungskosten	EUR	4.500
<b>Marktvolumen Deutschland</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>96</b>
<b>Bislang von CO.DON adressierte Märkte im EU-Ausland*, in England und der Schweiz</b>		
Anzahl Anwendungen		60.000
Durchschnittliche Behandlungskosten	EUR	10.000
<b>Marktvolumen EU-Ausland*, England und Schweiz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>600</b>
<b>Marktvolumen der bisher von CO.DON adressierten Märkte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>696</b>
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN		* ÖSTERREICH, NIEDERLANDE, FRANKREICH, ITALIEN UND BELGIEN

## Wert des Eigenkapitals EUR 4,20 je Aktie

Wir bewerten das Eigenkapital der am regulierten Frankfurter General Standard notierten CO.DON AG auf der Basis eines dreistufigen Discounted-Cashflow-Entity-Modells (Primärbewertungsmethode). Basierend auf unseren Erwartungen, dass CO.DON in den kommenden Jahren vom Produktionsstart am Leipziger Standort und einer deutlichen Ausweitung der Geschäftstätigkeit in den margenstarken Auslandsmärkten profitieren wird, sollten sich Umsätze und Ertragslage des Unternehmens in den kommenden Jahren deutlich verbessern. Nach Ablauf der Detailplanungsphase (2025e), während der wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) der Umsätze von 47,7% unterstellt haben, geht unser DCF-Modell in die zweite Phase, die sogenannte Grobplanungsphase, über, die mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2035e endet; während der Grobplanungsphase haben wir eine Umsatz-CAGR von 3,2% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,1%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen mit 30-jähriger Restlaufzeit entspricht. Aus diesem Verfahren ergibt sich im Base-Case-Szenario ein Wert des Eigenkapitals von EUR 183,4 Mio. bzw. EUR 4,20 je Aktie. In einer Monte-Carlo-Analyse haben wir alternative Umsatz- und Ertragszenarien zugrunde gelegt und ermitteln Werte des Eigenkapitals in einer Bandbreite zwischen EUR 2,70 und 5,20 je Aktie.

Auf eine Überprüfung des inneren Wertes aus dem DCF-Modell durch marktorientierte Peergroup-Multiples haben wir in Ermangelung von Vergleichsunternehmen verzichtet.

Angesichts einer von uns erwarteten Kursperformance von 202,2% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der CO.DON AG.

### Unser primäres Bewertungsverfahren für CO.DON ist ein dreistufiges DCF-Entity-Modell

Dass wir zur Bewertung von CO.DON ein fundamentalanalytisches Bewertungsverfahren wie das DCF-Modell heranziehen, liegt nicht nur daran, dass marktgängige Bewertungsverfahren über Börsen-Multiples in Ermangelung sinnvoller Vergleichsunternehmen keine validen Ergebnisse liefern, sondern auch daran, dass CO.DON in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung seine Umsatz- und Ertragsituation signifikant verbessern wird. Angesichts der dynamischen Ertragsentwicklung sehen wir in einem langfristig angelegten standardisierten dreiphasigen Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) das geeignetste Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes.

Die externe Aufnahme von Eigenkapital ist in unserem Modell nicht vorgesehen.

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

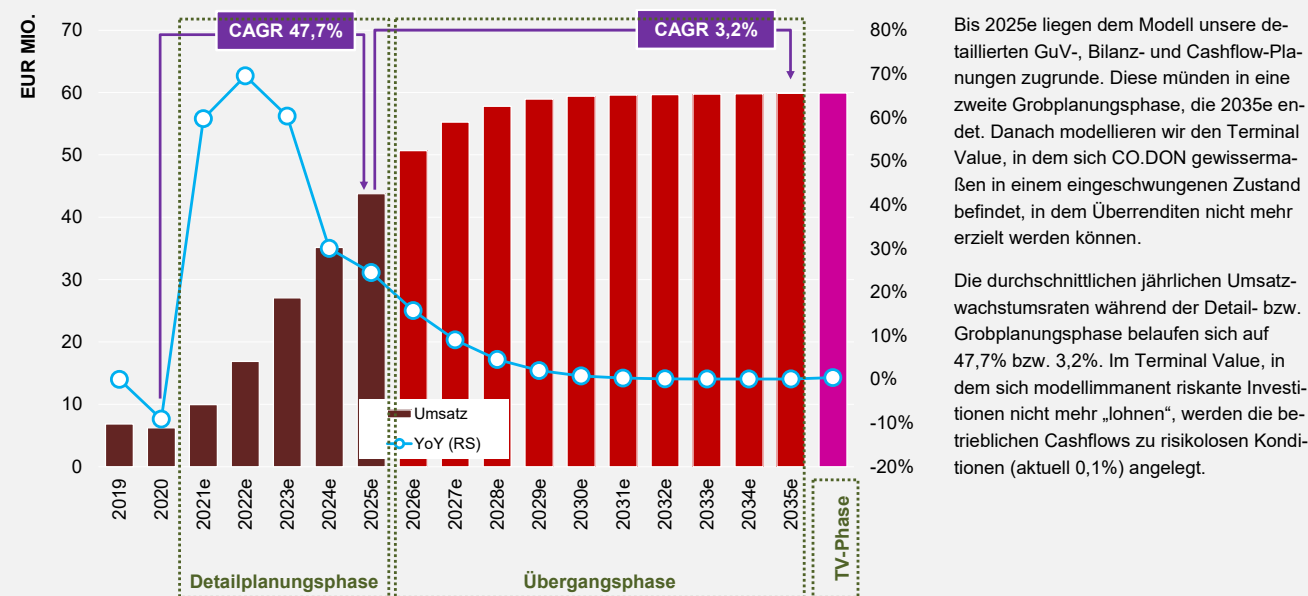
Wir unterstellen für unser dreistufiges Discounted Cashflow-Modell folgende Wachstumsannahmen:

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:  
Annahmen für die Umsatzentwicklung

- ☉ Der **Phase 1** des DCF-Modells (der sogenannten „**Detailplanungsphase**“) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2025e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten (CAGR) der Umsätze zwischen 2020 und 2025e in Höhe von 47,7%.
- ☉ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige „**Grobplanungsphase**“), die 2035e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von 3,2% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen des Unternehmens einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des sog. „**Terminal Value**“, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Umsatzwachstumsrate den quasi-risikolosen Zins 30-jähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,1% an.

ABBILDUNG 4: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2019-2035E



Bis 2025e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2035e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value, in dem sich CO.DON gewissermaßen in einem eingeschwungenen Zustand befindet, in dem Überrenditen nicht mehr erzielt werden können.

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- bzw. Grobplanungsphase belaufen sich auf 47,7% bzw. 3,2%. Im Terminal Value, in dem sich modellimmanent riskante Investitionen nicht mehr „lohnen“, werden die betrieblichen Cashflows zu risikolosen Konditionen (aktuell 0,1%) angelegt.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

#### Weitere Annahmen während der Grobplanungsphase

Für unser dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir während der Detail- und Grobplanungsphase im Einzelnen,

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:  
Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells

- ☉ dass die **EBIT-Margen** während der Grobplanungsphase gegenüber dem im Jahr 2025e erwarteten Wert von 34,2% (Basis: Umsatz) noch weiter ansteigen werden; dabei haben wir keinen weiteren Eigenmittelzufluss von außen zugrunde gelegt, sondern ausschließlich Innenfinanzierung aus den erwirtschafteten Cashflows unterstellt;
- ☉ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 40,0% liegen;
- ☉ eine im Zeitablauf mit den aktuell beobachtbaren Werten vergleichbare **Investitionsquote** zum Nettoumsatz;
- ☉ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 1,10, das wir aus den folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten (dabei weichen wir bewusst von den beobachteten beta-Werten ab, die bei CO.DON deutlich niedriger – laut Deutsche Börse bei unter 0,1 (bezogen auf 250 Handelstage) – liegen;

TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA

Diversifizierungsgrad	0,05
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	-0,10
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,05
Markt-beta	1,00
<b>beta</b>	<b>1,10</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊕ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 3,6% pro Jahr, die wir für das Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 10,0% und angesichts eines von uns abgeleiteten synthetischen Ratings von BB+ (basierend auch auf der durch den Großaktionär Bauerfeind seit seinem Einstieg ermöglichten Liquiditätszufuhr) für realistisch ansehen;
- ⊕ dass der **Grenzsteuersatz** des Unternehmens während der Grobplanungsphase in einer Bandbreite zwischen 10,0% und 25,0% liegen wird, was auf den sukzessiven den Abbau der steuerlichen Verlustvorträge zurückzuführen ist;
- ⊕ dass negative Freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden; diese auf dem **Axiom der Risikoaversion der Anleger** basierende Überlegung kommt bei dem nach unseren Schätzungen in den Anfangsjahren der Detailplanungsphase unprofitablen Unternehmen zur Anwendung;
- ⊕ dass die von CO.DON im Zeitraum 2021e-2025e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 7,4% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,10 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,1%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 8,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management zusammensetzt. Als Dienstleistungsunternehmen mit Sitz in Deutschland und einem starken Ankeraktionär dürfte sich CO.DON aktuell zu vergleichsweise günstigen Fremdkapitalzinsen refinanzieren können, so dass wir trotz eines von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Ratings von BB+ eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 500 Basispunkten als angemessen ansehen. Schließlich gehen wir davon aus, dass CO.DON eine für Produktionsunternehmen industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals von 60%/40% anstrebt;

Annahmen für die sonstigen Positionen  
des DCF-Modells (Fortsetzung)



TABELLE 4: WACC, 2021E-2025E

Kosten des Eigenkapitals	%	8,9%	Berechnung nach Capital Asset Pricing Model (CAPM)
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	0,1%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
Beta		1,10	Fundamentalanalytisch ermitteltes beta
Implizite Risikoprämie	%	8,0%	Aus Dividend-Discount-Modell unter Verwendung von Consensus-Schätzungen zu DAX-Gewinnen und DAX-Dividenden
<b>Small Cap-Prämie</b>	<b>%</b>	<b>1,0%</b>	
Managementprämie	%	1,0%	Key-Man-Risk
Liquiditätsprämie	%	0,0%	Kein Zuschlag bei Handelsvolumen von 30.000 Stück pro Tag
Transparenzprämie	%	0,0%	Kein Zuschlag bei im General Standard notierten Aktien
Private Company-Prämie	%	0,0%	
Early-Stage-Prämie	%	0,0%	
Pandemie-Prämie	%	0,0%	
Zielkapitalstruktur des Eigenkapitals	%	60,0%	
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>5,9%</b>	
<b>Kosten der Verschuldung nach Steuern</b>		<b>3,6%</b>	
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	0,1%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	5,0%	Entsprechend dem CDS von BB+ gerateten Small Caps-Unternehmen
Default-Spread des Heimatmarktes	%	0,0%	In Deutschland vernachlässigbar
Kosten des Fremdkapitals vor Steuern	%	5,1%	
Steuerquote	%	30,0%	Einbeziehung des FK-verursachten Tax-Shields
Zielkapitalstruktur des Fremdkapitals	%	40,0%	
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>1,4%</b>	
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	<b>%</b>	<b>7,4%</b>	<b>Für die Detailplanungsphase 2021e-2025e</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

☹ 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 des beta-Faktors auf das Niveau des Marktportefeuilles (also 1,0) und damit der WACC von 7,4% (2021e-2025e) auf dann 5,1% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

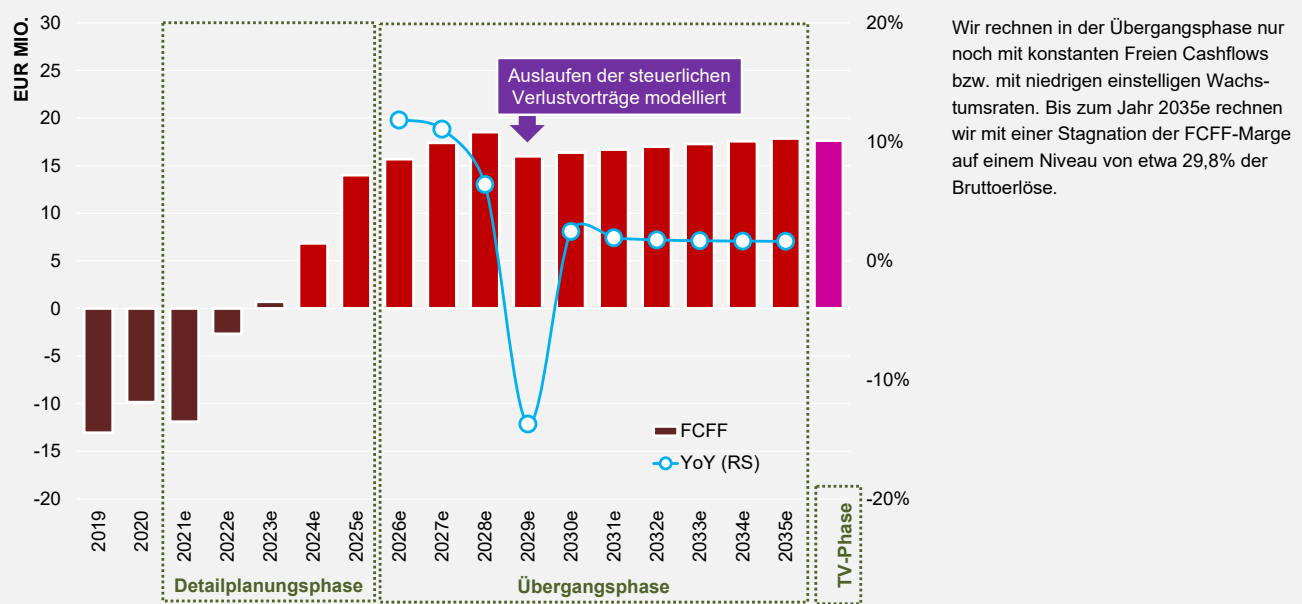
Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells (Fortsetzung)

### Deutlich positive Entwicklung der Freien Cashflows

Aus unserem Bewertungsmodell ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 5) Prognose der Freien Cashflows to the Firm (FCFF) für die Jahre 2021e bis 2035e. Erkennbar ist, wie CO.DON nach unseren Schätzungen die Profitabilität zunächst deutlich verbessern wird, dann jedoch, nach Erreichen von Peak Earnings im Jahr 2028e aufgrund des von uns modellierten Auslaufens der steuerlichen Verlustvorträge einen einmaligen Rückgang der Freien Cashflows hinnehmen muss. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann modellimmanent unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen leichten Rückgang der Freien Cashflows to the Firm an, die dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes darstellen.

Typische Lebenszykluskurve eines Unternehmens in der Wachstumsphase

ABBILDUNG 5: FCFF UND FCFF-MARGE, 2019/20E-2033/34E



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 183,4 Mio. bzw. EUR 4,20 je Aktie**

Der Enterprise Value von CO.DON liegt in unserem Modell bei EUR 177,7 Mio. Aus diesem werden 47,0% über den Terminal Value abgeleitet, -4,9% bzw. 57,9% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Zuzüglich der Nettofinanzposition (per Ende des Geschäftsjahres 2020) von EUR 5,7 Mio. (bezogen auf das Excess Cash) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 183,4 Mio. bzw. EUR 4,20 je Aktie.

Wert des Eigenkapitals von EUR 183,4 Mio. bzw. EUR 4,20 je Aktie

TABELLE 5: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

				Kommentar	Δ
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	3,6%		Synthetisches BB+ Rating mit 10% PD und Default Spread 500 bps	⇔
Terminal Cost of Capital	%	5,1%		500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe	⇔
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	83,4		Nach dem Jahr 2035e	⇔
in % des Enterprise Value	%	47,0%			
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	-8,6		Für die Jahre 2021e-25e mit Umsatz-CAGR 47,7%	⇔
in % des Enterprise Value	%	-4,9%			
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	102,9		Für die Jahre 2026e-35e mit Umsatz-CAGR 3,2%	↗
in % des Enterprise Value	%	57,9%			
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>177,7</b>			↗

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**TABELLE 5: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-3,4	Zum 31.12.2020	⇔
Liquidität	EUR Mio.	9,1	Zum 31.12.2020	⇔
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>183,4</b>		↗
Anzahl ausstehender Aktien (basic)	Mio.	43,7	Aktuelle Zahl ausstehender Aktien	⇔
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>4,20</b>	<b>Kursziel auf Sicht von 24 Monaten</b>	↗
Aktueller Kurs	EUR	1,39	Xetra-Schlusskurs vom 18.06.2021	
Erwartetes Kurspotenzial	EUR	202,2%	Kurspotenzial auf Sicht von 24 Monaten	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Anschließend haben wir eine Monte-Carlo-Simulation durchgeführt, um die Sensitivitäten des Unternehmenswertes bezüglich der unabhängigen Input-Variablen abzufragen. Wir haben hierzu eine multivariate Analyse durchgeführt und die Ergebnisse des DCF-Modells nach den nachstehenden sieben Kriterien und spezifischen Standardabweichungen ( $\sigma$ ) getestet.

**TABELLE 6: SENSITIVITÄTSPARAMETER DER MONTE-CARLO-SIMULATION**

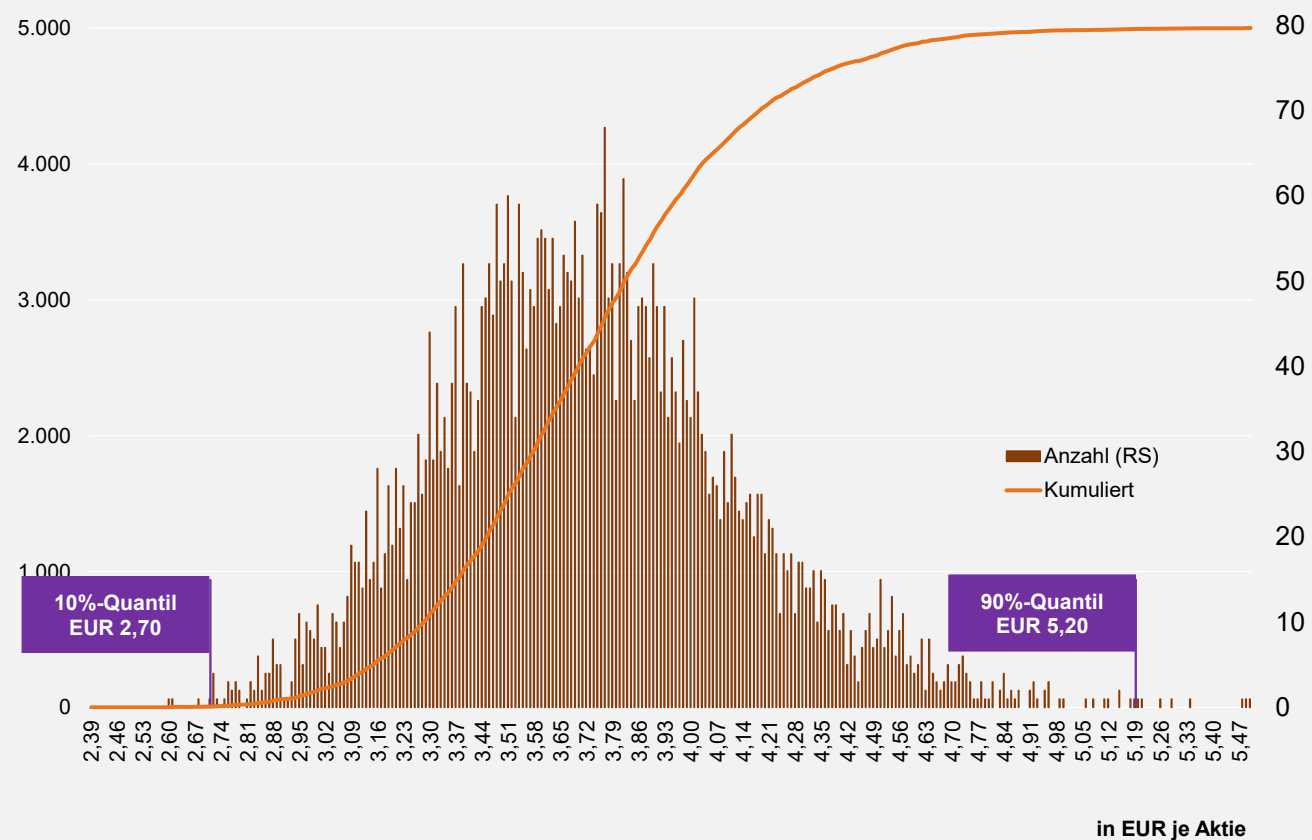
		Ist	$\sigma$
Umsatzwachstumsrate in der Grobplanungsphase	%	3,2%	3,0%
Umsatzwachstumsrate im Terminal Value	%	0,1%	1,0%
EBIT-Marge Grobplanungsphase	%	34,2%	5,0%
EBIT-Marge im Terminal Value	%	40,0%	5,0%
Steuerquote Grobplanungsphase/Terminal Value	%	25,0%	2,0%
Normalisierte Sales to Capital Ratio	%	-8,04	2,0%
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	3,6%	0,7%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Dabei wird zeigt sich, dass die 10%- bzw. 90%-Quantile Werte des Eigenkapitals von EUR 118,1 Mio. (EUR 2,70 je Aktie) bzw. EUR 227,4 Mio. (EUR 5,20 je Aktie) ergeben.

ABBILDUNG 6: MONTE-CARLO-SIMULATION (5.000 SIMULATIONEN)



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 4,20 je Aktie wären die Aktien von CO.DON mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 7: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER CO.DON-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs				Bewertung zum Kursziel			
		2021e	2022e	2023e	2024e	2021e	2022e	2023e	2024e
KGV	x	n/a	n/a	75,7x	9,9x	n/a	n/a	n/a	29,8x
EV/Umsatz	x	6,6x	3,7x	2,3x	2,0x	18,9x	11,0x	6,9x	5,5x
EV/EBIT	x	n/a	n/a	34,1x	8,7x	n/a	n/a	100,2x	24,0x
KBV	x	7,8x	11,7x	10,1x	5,0x	23,7x	35,4x	30,6x	15,1x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

Für das Erreichen unseres Kurszieles bestehen nach unserer Einschätzung die Risiken, dass

- ⊖ die dem Unternehmen von externen Kapitalgebern zur Verfügung gestellte Liquidität nicht ausreicht, um die **operative Gewinnzone zu erreichen**;
- ⊖ die angestrebte **Europäisierung der Geschäftsaktivitäten** nur zu höheren Aufwendungen möglich ist als bislang erwartet. Jeder der genannten Risikofaktoren hätte Anpassungen im Bewertungsprozess zur Folge;
- ⊖ Investoren sollten ferner die **vereinzelt hohe Volatilität** der Aktie berücksichtigen, insbesondere im Gefolge von Presseartikeln.

### Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von CO.DON sehen wir auf Sicht von sechs Monaten:

- ⊖ Eine dauerhafte **Aufhebung der Reisebeschränkung** in Europa bzw. der Empfehlung des Bundesgesundheitsministeriums, im Zuge der COVID-19-Pandemie keine elektiven Operationen durchzuführen;

Auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten rechnen wir mit folgenden Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses:

- ⊖ weitere Aussagen über den aktuellen Stand des **EU-weiten Roll-Out**;
- ⊖ eine in den kommenden Geschäftsjahren **sukzessive verbesserte Ertragslage**, und
- ⊖ ein Einstieg in den **US-amerikanischen Markt**, vermutlich in Kooperation mit einem Partner.

Mit der EU-weiten Zulassung des Gelenkknorpelprodukts Spherox ist CO.DON nach unserer Einschätzung für einen Zeitraum von mindestens zwei Jahren Alleinanbieter eines körpereigenen Humanarzneimittels zur Behandlung von degenerativen und traumatischen Knorpeldefekten im Knie in Europa. Diesen Zeitvorsprung gegenüber dem Hauptwettbewerber Tetec kann CO.DON dazu nutzen, um in den relevanten Kliniken der adressierten Kernmärkte den Marktstandard für die Behandlung von Knieknorpeldefekten durch autologe Knorpelzelltransplantation zu setzen.

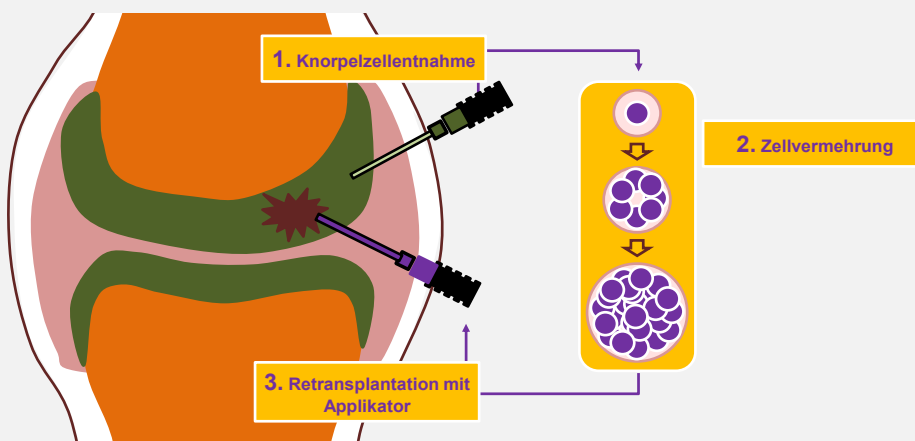
### Pionier im Bereich Tissue Engineering

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. Hierbei werden gesunde Knorpelzellen aus einem unbelasteten Kniegelenkanteil entnommen, anschließend in einem Labor vermehrt und in Form eines Transplantates in einem zweiten Eingriff in den Defekt eingesetzt.

**Geschäftsmodell:** Anbieter eines körpereigenen Humanarzneimittels zur Behandlung von degenerativen und traumatischen Knorpeldefekten im Knie in Europa

Die Indikation umfasst die Reparatur von symptomatischen Gelenkknorpelschäden der Femurkondyle und der Kniescheibe mit Defektgrößen bis zu 10 cm<sup>2</sup> bei Erwachsenen. Damit ist Spherox das derzeit einzige EMA-zugelassene Arzneimittel für neuartige Therapien (Advanced Therapy Medicinal Product, ATMP) zur Behandlung von Gelenkknorpelschäden. Spherox (bzw. dessen Vorgänger co.don chondrosphere), wurde in mehr als 150 Kliniken mehr als 12.000 Mal erfolgreich zur Regeneration und Funktionswiederherstellung nach traumatischen (wie z. B. nach Sportunfällen) und degenerativen Kniegelenkknorpelschäden angewendet.

ABBILDUNG 7: DREISTUFIGER ABLAUF DER AUTOLOGEN KNORPELZELLTRANSPLANTATION

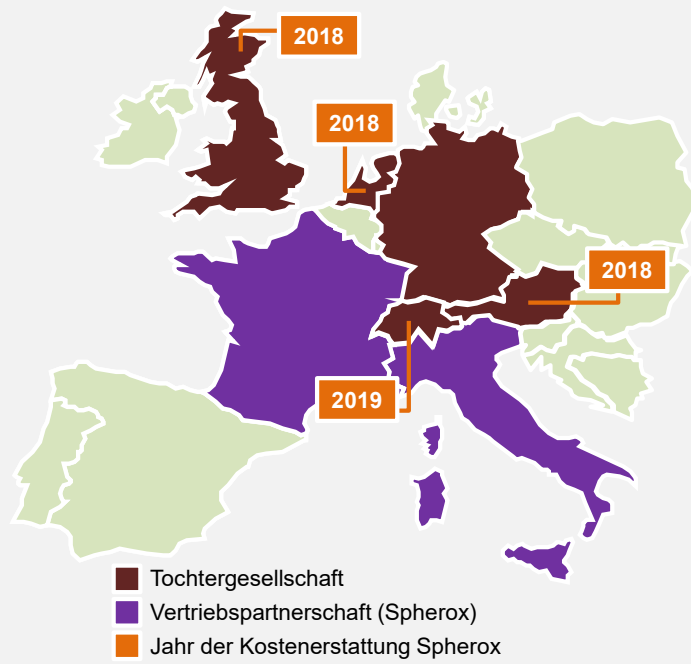


Das Prinzip der autologen Knorpelzelltransplantation besteht aus drei Einzelschritten, die in einem zeitlichen Intervall von einigen Wochen durchgeführt werden: Aus einem Biopsat körpereigenen Knorpels werden in einem In-vitro-Prozess die entnommenen Knorpelzellen vermehrt und anschließend in den Knorpeldefekt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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

2017 erhielt CO.DON die EU-weite Zulassung durch die Europäische Arzneimittelbehörde (EMA) für das Arzneimittel Spherox. Seither wurden in mehreren europäischen Ländern Verträge zur Kostenerstattung abgeschlossen.

ABBILDUNG 8: ADRESSIERTE MÄRKTE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

**Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.**



## Gewinn- und Verlustrechnung, 2011-17

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Umsätze</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
YoY	%	8,0%	16,3%	34,5%	23,6%	13,6%	10,1%	6,5%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	1,4	1,0	0,5	0,5	0,2	0,1	0,1
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>
YoY	%	56,8%	0,9%	10,2%	20,7%	7,1%	7,7%	10,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,4	-1,4	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7
in % der Gesamtleistung	%	-37,0%	-36,8%	-33,0%	-13,3%	-11,9%	-12,8%	-10,5%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>
YoY	%	38,2%	1,2%	16,8%	56,3%	8,7%	6,7%	12,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,8	-2,1	-2,8	-3,6	-3,7	-4,6	-6,4
in % der Gesamtleistung	%	-48,0%	-57,0%	-68,1%	-73,3%	-70,0%	-80,5%	-102,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-1,4	-2,5	-2,4	-2,9	-3,6	-3,8	-5,9
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>-7,0</b>
YoY	%	-29,3%	134,5%	11,8%	-7,0%	15,4%	27,6%	91,3%
in % der Gesamtleistung	%	-27,6%	-64,1%	-65,0%	-50,1%	-54,0%	-64,0%	-111,3%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>-7,1</b>
in % der Gesamtleistung	%	-27,4%	-64,0%	-65,5%	-50,4%	-54,1%	-64,0%	-112,5%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	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
<b>Nettoergebnis vor Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-7,1</b>
in % der Gesamtleistung	%	-27,4%	-64,1%	-65,6%	-50,5%	-54,2%	-64,0%	-112,5%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	7,1	10,7	11,1	13,7	16,2	16,2	19,5
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	7,1	10,7	11,1	13,7	16,2	16,2	19,5
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,36</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,36</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2018-24e

IFRS (31.12.)		2016	2017*	2018	2019	2020	2021e	2022e
<b>Umsätze</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>10,0</b>	<b>16,9</b>	<b>27,1</b>	<b>35,2</b>
YoY	%	-5,2%	21,3%	-9,1%	59,7%	69,5%	60,3%	30,0%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,3	0,6	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>6,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,1</b>	<b>10,2</b>	<b>17,1</b>	<b>27,3</b>	<b>35,4</b>
YoY	%	-4,5%	25,2%	-5,3%	43,1%	68,2%	59,6%	29,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,7	-0,6	-0,7	-0,9	-1,6	-2,6	-3,3
in % der Gesamtleistung	%	-11,0%	-7,4%	-9,6%	-8,6%	-9,3%	-9,7%	-9,4%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>9,3</b>	<b>15,5</b>	<b>24,6</b>	<b>32,0</b>
YoY	%	-5,0%	30,2%	-7,5%	44,6%	66,9%	58,9%	30,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-7,0	-8,6	-8,9	-10,7	-8,1	-9,9	-10,4
in % der Gesamtleistung	%	-117,7%	-114,2%	-125,4%	-105,1%	-47,6%	-36,2%	-29,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-6,1	-7,0	-7,6	-8,4	-9,4	-12,9	-13,6
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,6</b>	<b>-9,4</b>	<b>-11,0</b>	<b>-10,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>0,9</b>	<b>7,1</b>
YoY	%	22,7%	10,4%	16,0%	-2,8%	-72,6%	-131,9%	658,9%
in % der Gesamtleistung	%	-143,0%	-126,1%	-154,4%	-104,9%	-17,1%	3,4%	20,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	3,6	-3,7	-3,6	-2,2	-0,2	-0,2	-0,2
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-5,0</b>	<b>-13,2</b>	<b>-14,6</b>	<b>-12,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,8</b>	<b>6,9</b>
in % der Gesamtleistung	%	-83,5%	-175,7%	-205,5%	-126,6%	-18,1%	2,8%	19,6%
EE-Steuern	EUR Mio.	-1,3	0,5	0,7	0,0	0,5	0,0	-0,8
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis vor Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-6,3</b>	<b>-12,6</b>	<b>-13,9</b>	<b>-12,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,8</b>	<b>6,2</b>
in % der Gesamtleistung	%	-104,8%	-168,6%	-195,4%	-126,6%	-15,0%	2,9%	17,4%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	20,0	24,3	32,3	43,7	43,7	43,7	43,7
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	22,0	24,3	43,7	43,7	43,7	43,7	43,7
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,31</b>	<b>-0,52</b>	<b>-0,43</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,02</b>	<b>0,14</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,28</b>	<b>-0,52</b>	<b>-0,32</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,02</b>	<b>0,14</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

\*ANM.: BIS 2017 HGB, 2018 UMSTELLUNG AUF IFRS

## Segmente, 2011-17

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Anzahl der Transplantationen</b>		<b>849</b>	<b>950</b>	<b>1.085</b>	<b>1.223</b>	<b>1.240</b>	<b>1.680</b>	<b>1.850</b>
Deutschland		805	920	1.083	1.223	1.230	1.680	1.850
Ausland		44	30	2	0	10	0	0
davon A-Länder		44	30	2	0	10	0	0
davon B-Länder		0	0	0	0	0	0	0
davon C-Länder		0	0	0	0	0	0	0
<b>YoY</b>		<b>11,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>14,2%</b>	<b>12,7%</b>	<b>1,4%</b>	<b>35,5%</b>	<b>10,1%</b>
Deutschland		26,6%	14,3%	17,7%	12,9%	0,6%	36,6%	10,1%
Ausland		-65,1%	-31,8%	-93,3%	-100,0%	n/a	-100,0%	n/a
davon A-Länder		-65,1%	-31,8%	-93,3%	-100,0%	n/a	-100,0%	n/a
davon B-Länder		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon C-Länder		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Kosten je Transplantat</b>	<b>EUR</b>	<b>2.728</b>	<b>2.835</b>	<b>3.338</b>	<b>3.660</b>	<b>4.102</b>	<b>3.332</b>	<b>3.224</b>
Deutschland	EUR	2.657	2.815	3.335	3.649	4.078	3.332	3.116
Ausland	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon A-Länder	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon B-Länder	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon C-Länder	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
Deutschland	EUR Mio.	2,1	2,6	3,6	4,5	5,0	5,6	5,8
Ausland	EUR Mio.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2
davon A-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon B-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon C-Länder	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Erlöse aus CMO	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>8,0%</b>	<b>16,3%</b>	<b>34,5%</b>	<b>23,6%</b>	<b>13,6%</b>	<b>10,1%</b>	<b>6,5%</b>
Deutschland	%	28,3%	21,1%	39,5%	23,6%	12,4%	11,6%	3,0%
Ausland	%	-63,0%	-41,8%	-90,3%	30,0%	438,5%	-100,0%	n/a
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon C-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Erlöse aus CMO	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Umsatzanteil</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	92,4%	96,2%	99,7%	99,7%	98,6%	100,0%	96,6%
Ausland	%	7,6%	3,8%	0,3%	0,3%	1,4%	0,0%	3,4%
davon A-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon C-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Erlöse aus CMO	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Segmente, 2018-24e

IFRS (31.12.)		2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Anzahl der Transplantationen</b>		<b>1.790</b>	<b>1.695</b>	<b>1.147</b>	<b>1.919</b>	<b>2.769</b>	<b>3.837</b>	<b>4.774</b>
Deutschland		1.780	1.615	885	1.678	2.097	2.517	2.894
Ausland		10	80	262	242	672	1.320	1.880
davon A-Länder		10	80	180	152	520	800	1.080
davon B-Länder		0	0	82	90	152	520	800
davon C-Länder		0	0	0	0	0	0	0
<b>YoY</b>		<b>-3,2%</b>	<b>-5,3%</b>	<b>-32,3%</b>	<b>67,3%</b>	<b>44,3%</b>	<b>38,6%</b>	<b>24,4%</b>
Deutschland		-3,8%	-9,3%	-45,2%	89,6%	25,0%	20,0%	15,0%
Ausland		n/a	700,0%	227,8%	-7,9%	178,1%	96,6%	42,4%
davon A-Länder		n/a	700,0%	125,0%	-15,8%	243,2%	53,8%	35,0%
davon B-Länder		n/a	n/a	n/a	9,5%	68,3%	243,2%	53,8%
davon C-Länder		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Kosten je Transplantat</b>	<b>EUR</b>	<b>3.158</b>	<b>4.045</b>	<b>5.433</b>	<b>5.187</b>	<b>6.095</b>	<b>7.051</b>	<b>7.367</b>
Deutschland	EUR	3.500	3.750	4.000	4.250	4.500	4.750	5.000
Ausland	EUR	10.000	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon A-Länder	EUR	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
davon B-Länder	EUR	0	8.000	8.500	9.000	9.500	10.000	10.000
davon C-Länder	EUR	0	0	0	0	0	0	0
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>10,0</b>	<b>16,9</b>	<b>27,1</b>	<b>35,2</b>
Deutschland	EUR Mio.	5,6	6,1	3,5	7,1	9,4	12,0	14,5
Ausland	EUR Mio.	0,1	0,8	2,5	2,3	6,6	13,2	18,8
davon A-Länder	EUR Mio.	0,1	0,8	1,8	1,5	5,2	8,0	10,8
davon B-Länder	EUR Mio.	0,0	0,0	0,7	0,8	1,4	5,2	8,0
davon C-Länder	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus CMO	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,5	0,8	1,9	1,9
<b>YoY</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-5,2%</b>	<b>21,3%</b>	<b>-9,1%</b>	<b>59,7%</b>	<b>69,5%</b>	<b>60,3%</b>	<b>30,0%</b>
Deutschland		-3,6%	9,0%	-41,5%	101,4%	32,4%	26,7%	21,1%
Ausland	%	-50,0%	700,0%	212,3%	-7,0%	185,6%	98,8%	42,4%
davon A-Länder	%	n/a	700,0%	125,0%	-15,8%	243,2%	53,8%	35,0%
davon B-Länder	%	n/a	n/a	n/a	15,9%	77,7%	261,3%	53,8%
davon C-Länder	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Erlöse aus CMO	%	n/a	n/a	n/a	157,7%	60,0%	137,5%	0,0%
<b>Umsatzanteil</b>		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	98,2%	88,3%	56,8%	71,6%	55,9%	44,2%	41,1%
Ausland	%	1,8%	11,7%	40,1%	23,4%	39,3%	48,8%	53,5%
davon A-Länder	%	1,8%	11,7%	28,9%	15,2%	30,8%	29,6%	30,7%
davon B-Länder	%	0,0%	0,0%	11,2%	8,1%	8,5%	19,2%	22,7%
davon C-Länder	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Erlöse aus CMO	%	0,0%	0,0%	3,1%	5,0%	4,7%	7,0%	5,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

\*ANM.: BIS 2017 HGB, 2018 UMSTELLUNG AUF IFRS

## Bilanz (Aktiva), 2011-17

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>5,2</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,7	0,6	0,9	0,9	1,4	1,4	5,1
davon Gebäude und Grundstücke	EUR Mio.	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
davon Labor und technische Ausrüstung	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,6	0,6	0,4
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	EUR Mio.	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
davon kumulierte Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Leasing	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
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,1</b>	<b>4,3</b>	<b>2,2</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>	<b>2,7</b>	<b>13,7</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4
in % der Umsätze	EUR Mio.	3,6%	2,8%	2,4%	2,4%	2,8%	2,1%	6,3%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,2	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6
DSO	d	39	86	48	34	32	33	35
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,4	0,8	0,5	0,2	0,2	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	10,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	1,3	2,8	1,2	4,3	5,7	2,0	2,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1</b>	<b>8,1</b>	<b>4,2</b>	<b>18,9</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (Aktiva), 2018-24e

IFRS (31.12.)		2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>15,5</b>	<b>18,4</b>	<b>17,7</b>	<b>17,2</b>	<b>16,6</b>	<b>16,1</b>	<b>15,6</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,5	1,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	14,8	17,3	17,3	16,7	16,2	15,6	15,1
davon Gebäude und Grundstücke	EUR Mio.	11,8	14,5	14,5	14,3	14,2	14,0	13,9
davon Labor und technische Ausrüstung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	EUR Mio.	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon kumulierte Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Leasing	EUR Mio.	0,0	2,8	2,8	2,4	2,0	1,6	1,2
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,0</b>	<b>6,4</b>	<b>11,3</b>	<b>17,7</b>	<b>18,7</b>	<b>23,4</b>	<b>31,4</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,2	0,5	0,5	0,9	1,1	1,4	1,4
in % der Umsätze	EUR Mio.	4,0%	7,1%	7,6%	9,2%	6,8%	5,1%	4,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	1,0	1,3	1,3	3,5	5,0	6,8	7,8
DSO	d	62	70	77	128	106	90	80
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
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.	10,2	4,0	9,1	12,8	12,1	14,7	21,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>27,4</b>	<b>24,8</b>	<b>29,0</b>	<b>34,9</b>	<b>35,3</b>	<b>39,6</b>	<b>47,0</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

\*ANM.: BIS 2017 HGB, 2018 UMSTELLUNG AUF IFRS

## Bilanz (Passiva), 2011-17

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>1,8</b>	<b>4,3</b>	<b>6,4</b>	<b>2,8</b>	<b>16,2</b>
EK-Quote	%	83,2%	77,5%	52,7%	70,6%	79,1%	65,2%	85,4%
Grundkapital	EUR Mio.	7,1	10,7	11,1	13,7	16,2	16,2	19,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	0,4	0,4	2,8	5,2	5,2	22,5
Gewinnrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-/Verlustvortrag	EUR Mio.	-4,6	-7,0	-9,7	-12,2	-15,1	-18,7	-25,8
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	0,1	0,1	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,3	0,7	1,0	1,1	0,5	0,7	1,7
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
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
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>
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.	0,2	0,4	0,4	0,3	0,9	0,6	0,8
in % der Umsätze	%	6,9%	13,1%	11,9%	7,4%	16,8%	10,8%	13,4%
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	0,2	0,3	0,2	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
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1</b>	<b>8,1</b>	<b>4,2</b>	<b>18,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Passiva), 2018-24e

IFRS (31.12.)		2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,7</b>	<b>11,5</b>	<b>20,6</b>	<b>7,8</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>12,2</b>
EK-Quote	%	46,2%	46,4%	71,1%	22,2%	14,7%	15,1%	25,9%
Grundkapital	EUR Mio.	20,0	24,3	43,7	43,7	43,7	43,7	43,7
Kapitalrücklage	EUR Mio.	24,2	31,4	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9
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.	-31,5	-44,2	-58,0	-70,9	-73,5	-72,7	-66,5
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.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>	<b>5,5</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,9	9,8	2,1	15,0	15,0	15,0	15,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,9</b>	<b>3,6</b>	<b>2,0</b>	<b>12,1</b>	<b>15,2</b>	<b>18,6</b>	<b>19,9</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,9	0,0	0,0	8,0	10,0	12,0	12,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	EUR Mio.	1,5	1,0	0,6	1,5	2,4	3,7	4,7
in % der Umsätze	%	26,5%	14,8%	10,0%	15,3%	14,3%	13,6%	13,5%
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Steuern	EUR Mio.	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,1	1,5	1,3	1,5	1,6	1,8	2,0
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.	1,2	1,0	0,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>27,4</b>	<b>24,8</b>	<b>29,0</b>	<b>34,9</b>	<b>35,3</b>	<b>39,6</b>	<b>47,0</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					*ANM.: BIS 2017 HGB, 2018 UMSTELLUNG AUF IFRS			



## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2011-17

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>28%</b>	<b>15%</b>	<b>33%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>35%</b>	<b>27%</b>
Immaterielles Vermögen	%	6%	3%	7%	3%	2%	3%	1%
Sachanlagevermögen	%	22%	12%	26%	14%	17%	32%	27%
davon Gebäude und Grundstücke	%	15%	8%	11%	5%	4%	6%	1%
davon Labor und technische Ausrüstung	%	2%	1%	6%	3%	7%	14%	2%
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	%	5%	3%	10%	6%	7%	13%	3%
davon Unfertige Bauten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	20%
davon kumulierte Abschreibungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
davon Leasing	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finanzanlagevermögen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>70%</b>	<b>84%</b>	<b>65%</b>	<b>82%</b>	<b>80%</b>	<b>64%</b>	<b>72%</b>
Vorräte	%	3%	1%	3%	2%	2%	3%	2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	8%	12%	14%	7%	6%	12%	3%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	13%	15%	13%	3%	2%	2%	1%
Geleistete Anzahlungen	%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wertpapiere	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	53%
Liquide Mittel	%	45%	55%	35%	70%	71%	47%	14%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2018-24e

IFRS (31.12.)		2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>56%</b>	<b>74%</b>	<b>61%</b>	<b>49%</b>	<b>47%</b>	<b>41%</b>	<b>33%</b>
Immaterielles Vermögen	%	2%	4%	1%	1%	1%	1%	1%
Sachanlagevermögen	%	54%	70%	59%	48%	46%	39%	32%
davon Gebäude und Grundstücke	%	43%	58%	50%	41%	40%	35%	30%
davon Labor und technische Ausrüstung	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
davon Unfertige Bauten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
davon kumulierte Abschreibungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
davon Leasing	%	0%	11%	10%	7%	6%	4%	3%
Finanzanlagevermögen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>44%</b>	<b>26%</b>	<b>39%</b>	<b>51%</b>	<b>53%</b>	<b>59%</b>	<b>67%</b>
Vorräte	%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	3%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	4%	5%	5%	10%	14%	17%	17%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wertpapiere	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	37%	16%	31%	37%	34%	37%	46%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					*ANM.: BIS 2017 HGB, 2018 UMSTELLUNG AUF IFRS			

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2011-17

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>83%</b>	<b>78%</b>	<b>53%</b>	<b>71%</b>	<b>79%</b>	<b>65%</b>	<b>85%</b>
Grundkapital	%	238%	206%	323%	226%	200%	383%	103%
Kapitalrücklage	%	0%	7%	12%	45%	65%	124%	119%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsrücklagen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn-/Verlustvortrag	%	-155%	-136%	-282%	-201%	-186%	-442%	-136%
Jahresüberschuss	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuerrückstellungen	%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
Sonstige Rückstellungen	%	9%	14%	29%	19%	6%	16%	9%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>18%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>6%</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	5%	7%	13%	5%	11%	14%	4%
Erhaltene Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	2%	2%	5%	4%	3%	5%	1%
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%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2018-24e

IFRS (31.12.)		2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>46%</b>	<b>46%</b>	<b>71%</b>	<b>22%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>26%</b>
Grundkapital	%	73%	98%	151%	125%	124%	111%	93%
Kapitalrücklage	%	88%	127%	120%	100%	99%	88%	74%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsrücklagen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn-/Verlustvortrag	%	-115%	-178%	-200%	-203%	-208%	-184%	-142%
Jahresüberschuss	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuerrückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Rückstellungen	%	0%	0%	3%	0%	0%	0%	0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>32%</b>	<b>39%</b>	<b>19%</b>	<b>43%</b>	<b>42%</b>	<b>38%</b>	<b>32%</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	12%	0%	0%	0%	0%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	%	32%	39%	7%	43%	42%	38%	32%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>22%</b>	<b>14%</b>	<b>7%</b>	<b>35%</b>	<b>43%</b>	<b>47%</b>	<b>42%</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	3%	0%	0%	23%	28%	30%	26%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	5%	4%	2%	4%	7%	9%	10%
Erhaltene Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	4%	6%	5%	4%	5%	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	%	4%	4%	0%	3%	3%	3%	2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN				*ANM.: BIS 2017 HGB, 2018 UMSTELLUNG AUF IFRS				

## Cashflow-Statement, 2011-17

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,7	-7,1
Abschreibungen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	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	-0,3
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	-0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,3	-0,4	0,3	0,3	0,0	0,1	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.	-0,1	0,4	0,3	0,2	-0,6	0,1	1,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L und sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,2	0,2	0,0	0,5	-0,3	0,3
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-5,9</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,5	-0,2	-0,8	-0,2	-4,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-4,0</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,8</b>	<b>-9,8</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	-6,0	3,6	0,4	2,6	2,5	0,0	3,2
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	-22,0	0,4	0,0	2,4	2,5	0,0	17,2
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.	29,1	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,1</b>	<b>3,9</b>	<b>0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>	<b>0,0</b>	<b>20,5</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-0,4	1,5	-1,6	3,1	1,5	-3,8	10,6
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel und Wertpapiere Beginn Periode	EUR Mio.	1,7	1,3	2,8	1,2	4,3	5,7	2,0
<b>Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,3</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>4,3</b>	<b>5,7</b>	<b>2,0</b>	<b>12,6</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Cashflow-Statement, 2018-24e

IFRS (31.12.)		2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-6,3	-12,6	-13,9	-12,9	-2,6	0,8	6,2
Abschreibungen	EUR Mio.	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
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.	0,2	-0,3	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,4	-0,4	0,0	-2,2	-1,4	-1,8	-1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
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.	-1,7	0,0	0,9	-0,9	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-1,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L und sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,5	0,9	-8,2	13,9	1,0	1,4	1,3
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	1,2	-1,2	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.	-3,0	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,1</b>	<b>-9,5</b>	<b>-21,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,1</b>	<b>7,2</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,4	-0,5	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-10,4	-3,3	-0,9	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	3,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-7,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-15,6</b>	<b>-13,4</b>	<b>-21,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>6,8</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,5	4,3	19,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	1,8	7,2	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,9	-0,9	3,4	4,6	2,0	2,0	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.	10,0	-3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,2</b>	<b>7,2</b>	<b>26,3</b>	<b>4,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>0,0</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-2,4	-6,2	5,1	3,7	-0,7	2,7	6,8
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.	12,6	10,2	4,0	9,1	12,8	12,1	14,7
<b>Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,2</b>	<b>4,0</b>	<b>9,1</b>	<b>12,8</b>	<b>12,1</b>	<b>14,7</b>	<b>21,5</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

\*ANM.: BIS 2017 HGB, 2018 UMSTELLUNG AUF IFRS

## Auf einen Blick I, 2011-17

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	2,3	2,7	3,6	4,5	5,1	5,6	6,0
Rohertrag	EUR Mio.	2,3	2,3	2,7	4,3	4,7	5,0	5,6
EBITDA	EUR Mio.	-0,9	-2,2	-2,5	-2,3	-2,6	-3,4	-6,7
EBIT	EUR Mio.	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,6	-7,0
EBT	EUR Mio.	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,6	-7,1
Nettoergebnis	EUR Mio.	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,7	-7,1
Anzahl Mitarbeiter		39	45	52	63	63	70	92
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	2,45	1,38	1,66	3,82	3,44	3,40	12,31
Kurs Tief	EUR	0,72	0,72	0,70	1,16	1,86	2,21	2,86
Kurs Durchschnitt	EUR	1,43	1,02	0,95	2,47	2,53	2,86	7,14
Kurs Schlusskurs	EUR	0,87	0,93	1,54	2,35	2,75	2,73	6,89
EPS	EUR	-0,14	-0,22	-0,24	-0,18	-0,18	-0,23	-0,36
BVPS	EUR	0,35	0,38	0,16	0,31	0,40	0,17	0,83
CFPS	EUR	-0,20	-0,22	-0,14	-0,13	-0,18	-0,22	-0,30
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	-37,1%	-83,1%	-68,4%	-50,6%	-51,3%	-60,9%	-112,8%
EBIT-Marge	%	-43,8%	-88,4%	-73,5%	-55,3%	-56,2%	-65,2%	-117,0%
EBT-Marge	%	-43,5%	-88,3%	-74,0%	-55,6%	-56,3%	-65,1%	-118,2%
Netto-Marge	%	-43,5%	-88,4%	-74,1%	-55,7%	-56,3%	-65,2%	-118,3%
FCF-Marge	%	-63,9%	-89,5%	-58,7%	-42,5%	-84,2%	-67,6%	-165,0%
ROE	%	-40,7%	-59,4%	-148,0%	-58,2%	-44,7%	-132,2%	-43,6%
NWC/Umsatz	%	8,0%	13,9%	4,0%	4,6%	-5,2%	0,5%	2,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	59,4	59,8	69,7	71,0	80,7	80,0	64,8
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-26,0	-52,9	-51,2	-39,3	-45,4	-52,1	-75,8
Capex/Umsatz	%	5,7%	4,5%	12,7%	4,1%	15,4%	3,2%	66,7%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	8,0%	16,3%	34,5%	23,6%	13,6%	10,1%	6,5%
Rohertrag	%	38,2%	1,2%	16,8%	56,3%	8,7%	6,7%	12,7%
EBITDA	%	-34,5%	160,8%	10,6%	-8,6%	15,3%	30,5%	97,6%
EBIT	%	-29,3%	134,5%	11,8%	-7,0%	15,4%	27,6%	91,3%
EBT	%	-29,6%	136,2%	12,7%	-7,1%	14,9%	27,4%	93,4%
Nettoergebnis	%	-29,6%	136,1%	12,7%	-7,1%	14,9%	27,4%	93,3%
EPS	%	30,1%	57,4%	8,2%	-24,8%	-2,7%	27,4%	61,0%
CFPS	%	40,5%	11,4%	-35,7%	-8,0%	41,6%	21,6%	35,4%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Auf einen Blick I, 2018-24e

IFRS (31.12.)		2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	5,7	6,9	6,2	10,0	16,9	27,1	35,2
Rohertrag	EUR Mio.	5,3	6,9	6,4	9,3	15,5	24,6	32,0
EBITDA	EUR Mio.	-7,8	-8,6	-10,1	-9,8	-2,0	1,9	8,0
EBIT	EUR Mio.	-8,6	-9,4	-11,0	-10,7	-2,9	0,9	7,1
EBT	EUR Mio.	-5,0	-13,2	-14,6	-12,9	-3,1	0,8	6,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	-6,3	-12,6	-13,9	-12,9	-2,6	0,8	6,2
Anzahl Mitarbeiter		92	96	102	100	115	130	145
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	9,19	5,46	2,88	1,49			
Kurs Tief	EUR	3,18	1,87	0,83	0,85			
Kurs Durchschnitt	EUR	5,94	3,53	1,45	1,18			
Kurs Schlusskurs	EUR	3,30	1,87	1,24	1,39	1,39	1,39	1,39
EPS	EUR	-0,31	-0,52	-0,43	-0,29	-0,06	0,02	0,14
BVPS	EUR	0,63	0,47	0,64	0,18	0,12	0,14	0,28
CFPS	EUR	-0,41	-0,39	-0,66	-0,01	-0,05	0,02	0,17
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							<b>4,20</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>202,2%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	-138,7%	-125,7%	-161,8%	-98,1%	-11,9%	6,9%	22,8%
EBIT-Marge	%	-151,4%	-137,8%	-175,8%	-107,0%	-17,3%	3,5%	20,1%
EBT-Marge	%	-88,4%	-191,9%	-234,0%	-129,1%	-18,3%	2,9%	19,7%
Netto-Marge	%	-111,0%	-184,2%	-222,5%	-129,1%	-15,2%	3,0%	17,5%
FCF-Marge	%	-275,6%	-195,3%	-341,1%	-9,2%	-16,2%	2,4%	19,3%
ROE	%	-49,5%	-109,7%	-67,3%	-165,9%	-49,3%	13,4%	50,7%
NWC/Umsatz	%	-5,3%	11,8%	18,9%	29,5%	22,1%	16,6%	12,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	61,5	71,4	61,1	99,6	146,8	208,1	242,6
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-93,0	-98,4	-107,4	-106,5	-25,4	7,2	48,9
Capex/Umsatz	%	184,4%	48,1%	13,9%	3,5%	2,2%	1,4%	1,1%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	-5,2%	21,3%	-9,1%	59,7%	69,5%	60,3%	30,0%
Rohertrag	%	-5,0%	30,2%	-7,5%	44,6%	66,9%	58,9%	30,2%
EBITDA	%	16,5%	9,9%	17,0%	-3,2%	-79,4%	n/a	331,9%
EBIT	%	22,7%	10,4%	16,0%	-2,8%	-72,6%	n/a	658,9%
EBT	%	-29,1%	163,4%	10,8%	-11,8%	-76,0%	n/a	795,2%
Nettoergebnis	%	-11,1%	101,3%	9,8%	-7,3%	-80,1%	n/a	668,4%
EPS	%	-13,6%	65,9%	-17,3%	-31,6%	-80,1%	n/a	668,4%
CFPS	%	34,6%	-3,5%	67,2%	-98,1%	327,2%	n/a	571,7%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					*ANM.: BIS 2017 HGB, 2018 UMSTELLUNG AUF IFRS			



## Auf einen Blick II, 2011-17

IFRS (31.12.)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,8	0,8	1,1	1,1	1,5	1,5	5,2
Umlaufvermögen	EUR Mio.	2,1	4,4	2,3	5,0	6,6	2,8	13,8
Eigenkapital	EUR Mio.	2,5	4,0	1,8	4,3	6,4	2,8	16,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	1,2	1,6	1,8	1,7	1,5	2,8
EK-Quote	%	83,2%	77,5%	52,7%	70,6%	79,1%	65,2%	85,4%
Gearing	%	-53,7%	-70,8%	-66,3%	-99,5%	-89,5%	-71,6%	-16,3%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,2	0,4	0,1	0,2	-0,3	0,0	0,2
Asset Turnover	x	0,8	0,5	1,1	0,7	0,6	1,3	0,3
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	7.109	10.663	11.108	13.722	16.217	16.217	19.461
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	17,4	14,7	18,4	52,4	55,8	55,1	239,6
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	5,1	7,7	7,8	15,9	30,2	35,8	55,7
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	10,2	10,9	10,6	33,9	41,0	46,4	139,0
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	6,2	9,9	17,1	32,2	44,6	44,3	134,1
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-1,3	-2,8	-1,2	-4,3	-5,7	-2,0	-2,6
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.	16,1	11,9	17,2	48,2	50,0	53,2	236,9
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	6,5	10,5	9,0	20,2	35,9	37,8	58,3
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	11,5	13,7	11,8	38,2	46,8	48,4	141,6
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	7,5	12,8	18,3	36,5	50,3	46,3	136,7
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	6,94	4,41	4,76	10,76	9,84	9,50	39,72
EV/Umsatz Tief	x	2,79	3,90	2,48	4,51	7,06	6,76	9,78
EV/Umsatz Durchschnitt	x	4,96	5,09	3,25	8,53	9,20	8,64	23,74
EV/Umsatz Schlusskurs	x	3,25	4,74	5,06	8,16	9,90	8,26	22,92
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV Schlusskurs	x	2,5	2,5	9,4	7,5	7,0	16,0	8,3
FCF-Yield	%	-23,9%	-24,3%	-12,4%	-5,9%	-9,6%	-8,6%	-7,3%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Auf einen Blick II, 2018-24e

IFRS (31.12.)		2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	15,5	18,4	17,7	17,2	16,6	16,1	15,6
Umlaufvermögen	EUR Mio.	12,0	6,4	11,3	17,7	18,7	23,4	31,4
Eigenkapital	EUR Mio.	12,7	11,5	20,6	7,8	5,2	6,0	12,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	14,8	13,3	8,4	27,1	30,2	33,6	34,8
EK-Quote	%	46,2%	46,4%	71,1%	22,2%	14,7%	15,1%	25,9%
Gearing	%	-73,2%	-35,1%	-27,8%	-62,0%	-39,9%	-45,5%	-78,4%
Net Working Capital	EUR Mio.	-0,3	0,8	1,2	2,9	3,7	4,5	4,5
Asset Turnover	x	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,7	0,7
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	20.024	24.296	32.256	43.729	43.729	43.729	43.729
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	184,0	132,7	92,9	65,2			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	63,7	45,4	26,8	37,2			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	118,9	85,8	46,8	51,6			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	66,1	45,4	40,0	60,8	60,8	60,8	60,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-9,3	-4,0	-5,7	-4,8	-2,1	-2,7	-9,5
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.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	174,6	128,5	87,1	60,2			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	72,8	49,4	32,4	41,9			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	128,1	89,7	52,4	56,3			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	75,2	49,4	45,6	65,5	62,7	63,4	70,2
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	30,88	18,74	13,97	6,05	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	12,88	7,20	5,19	4,20	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	22,65	13,08	8,40	5,65	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	13,30	7,20	7,32	6,58	3,72	2,34	2,00
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	34,1	8,7
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	67,9	9,9
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	75,7	9,9
KBV Schlusskurs	x	5,2	3,9	1,9	7,8	11,7	10,1	5,0
FCF-Yield	%	-23,6%	-29,5%	-53,2%	-1,5%	-4,5%	1,1%	11,2%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

\*ANM.: BIS 2017 HGB, 2018 UMSTELLUNG AUF IFRS

## Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal year
<b>Umsatz</b>	%	<b>10,0</b>	<b>16,9</b>	<b>27,1</b>	<b>35,2</b>	<b>43,8</b>	<b>50,7</b>	<b>55,3</b>	<b>57,8</b>	<b>59,0</b>	<b>59,4</b>	<b>59,6</b>	<b>59,7</b>	<b>59,7</b>	<b>59,8</b>	<b>59,9</b>	<b>59,9</b>
YoY	EUR Mio.	59,7%	69,5%	60,3%	30,0%	24,5%	15,8%	9,0%	4,6%	2,0%	0,8%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>-10,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>0,9</b>	<b>7,1</b>	<b>15,0</b>	<b>17,6</b>	<b>19,6</b>	<b>20,8</b>	<b>21,6</b>	<b>22,1</b>	<b>22,5</b>	<b>22,9</b>	<b>23,3</b>	<b>23,7</b>	<b>24,1</b>	<b>24,0</b>
EBIT-Marge	EUR Mio.	-107,0%	-17,3%	3,5%	20,1%	34,2%	34,8%	35,4%	36,0%	36,6%	37,2%	37,8%	38,4%	39,0%	39,6%	40,2%	40,0%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,5	0,0	-0,8	-1,8	-1,8	-2,0	-2,1	-5,4	-5,5	-5,6	-5,7	-5,8	-5,9	-6,0	-6,0
Steuerquote (τ)	%	0,0%	17,9%	-3,1%	10,7%	11,8%	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.	<b>-10,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>6,3</b>	<b>13,2</b>	<b>15,9</b>	<b>17,6</b>	<b>18,7</b>	<b>16,2</b>	<b>16,6</b>	<b>16,9</b>	<b>17,2</b>	<b>17,5</b>	<b>17,8</b>	<b>18,1</b>	<b>18,0</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-1,2	-0,3	-0,3	0,5	0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>-11,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>6,8</b>	<b>14,0</b>	<b>15,7</b>	<b>17,4</b>	<b>18,5</b>	<b>16,0</b>	<b>16,4</b>	<b>16,7</b>	<b>17,0</b>	<b>17,3</b>	<b>17,6</b>	<b>17,9</b>	<b>17,6</b>
WACC	%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,1%	6,9%	6,6%	6,4%	6,1%	5,9%	5,6%	5,4%	5,1%	5,1%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	107,4%	86,7%	80,8%	75,2%	70,2%	65,7%	61,7%	58,0%	54,6%	51,6%	48,9%	46,4%	44,1%	42,0%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-11,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>0,6</b>	<b>5,5</b>	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>	<b>11,4</b>	<b>11,4</b>	<b>9,3</b>	<b>9,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	3,6%															
Terminal Cost of capital	%	5,1%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	83,4															
in % des Enterprise Value	%	47,0%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-8,6															
in % des Enterprise Value	%	-4,9%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	102,9															
in % des Enterprise Value	%	57,9%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>177,7</b>															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-3,4															
Liquidität	EUR Mio.	9,1															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>183,4</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	43,7															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,20</b>															
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN																	

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH innerhalb der Rechtsprechung der Bundesrepublik Deutschland erstellt und veröffentlicht. Sie ist nur für 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 dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis zur Verfügung gestellt. Sie 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. **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 Anlagedingen 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/mit ihr verbundene Unternehmen und die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab sowie für Schäden, die entweder direkt oder als Folge der Verwendung von Informationen, Meinungen und Schätzungen in dieser Studie entstehen. Weder Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen noch die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter 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 der Verfasser dieser Studie, die im Zusammenhang mit deren 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/mit verbundene Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung 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 über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen, Finanzportale und per E-Mail 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 ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem jeweiligen Veröffentlichungstag 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 Interessenskonflikte 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 Provisions-einnahmen 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/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
21.06.2021/07:45 Uhr	EUR 4,20/EUR 1,39	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8
26.05.2021/07:45 Uhr	EUR 3,80/EUR 1,03	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8
19.04.2021/08:30 Uhr	EUR 3,80/EUR 0,90	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8
21.01.2021/09:10 Uhr	EUR 3,80/EUR 1,29	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8
22.10.2020/08:50 Uhr	EUR 3,90/EUR 0,90	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8
15.09.2020/08:15 Uhr	EUR 3,90/EUR 1,03	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 8
20.05.2020/12:45 Uhr	EUR 3,90/EUR 1,19	Buy, Gültigkeit 24 Monate	8
07.05.2020/08:50 Uhr	EUR 3,90/EUR 1,42	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 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. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate 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. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

**Informationsquellen**

Teile der für diese Studie erforderlichen Informationen wurden vom Emittenten des analysierten Wertpapiers zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich diese Studie auf öffentlich zugängliche und als zuverlässig betrachtete Informationen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Presseinformationen). Sphene Capital GmbH hat diese Informationen auf Plausibilität, nicht aber auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft.

**Erklärung der Ersteller der Studien**

Diese Studie wurde von dem/den auf der Titelseite genannten Research-Analysten erstellt. Die in dieser Studie geäußerten Ansichten spiegeln nicht in jedem Fall die Meinung der Sphene Capital GmbH/einem mit ihr verbundenen Unternehmen wider. Der/die Analyst(en) ist/sind allein für die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Einschätzungen verantwortlich. Der/die Verfasser dieser Studie bestätigen, dass alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen seinen/ihren Ansichten entsprechen. Die Vergütung des/der Verfasser dieser Studie des hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Empfehlungen oder Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen. Die Einschätzungen des/der Verfasser(s) dieser Studie wurden zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten beeinflusst. Teile dieser Studie können dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken zugesendet worden sein, ohne dass im Anschluss jedoch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Diese Studie wurde am 21.06.2021 um 7:15 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 1,39.