

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 26,00 Euro

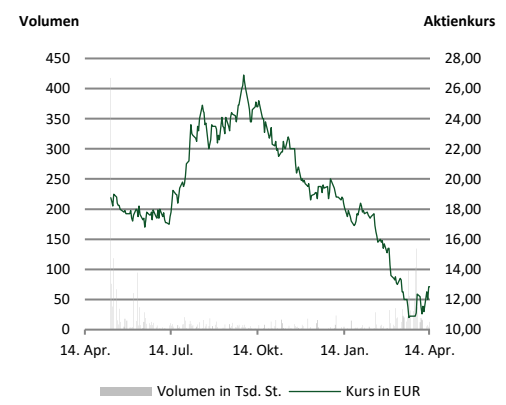
Kurspotenzial: +102 Prozent

Aktien­daten

KURS (Schlusskurs Vortag)	12,85 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	8,50
Marktkap. (in Mio. Euro)	109,2
Enterprise Value (in Mio. Euro)	81,8
Ticker	APPH
ISIN	DE000A3CMGM5

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	27,80
52 Wochen-Tief (in Euro)	10,70
3 M relativ zum CDAX	-15,2%
6 M relativ zum CDAX	-32,7%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	56,0%
Paragon Fund II	37,0%
Management	7,0%

Termine

Q1 Bericht	11. Mai 2022
HV	12. Mai 2022

Prognoseanpassung

	2022e	2023e	2024e
Umsatz (alt)	56,0	56,3	67,4
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	3,8	4,6	9,9
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,25	0,33	0,78
Δ in %	-	-	-

Analyst
 Henrik Markmann, CEFA
 +49 40 41111 37 84
 h.markmann@montega.de

Publikation
 Erststudie 19. April 2022

Optimale Kombi – Starkes Wachstum und hohe Profitabilität

APONTIS PHARMA ist ein **deutsches Pharmaunternehmen**, das sich auf sogenannte Single Pills spezialisiert hat. Eine **Single Pill** vereint zwei bis drei patentfreie Wirkstoffe in einem Kombinationspräparat. Der Vorteil einer Single Pill liegt in einer nachgewiesenen, **deutlich höheren Therapietreue**, was die Anzahl der Krankenhausaufenthalte durch z.B. Infarkte oder Schlaganfälle reduzieren und letztlich auch die Mortalität verringern soll.

Aktuell besteht das Produktportfolio von APONTIS aus sieben Single Pills, die größtenteils gegen Herz-Kreislauf-Erkrankungen wie Bluthochdruck verschrieben werden. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurden damit **bereits rund 270.000 Patienten behandelt** (Vj.: 174.000). Da laut Robert-Koch-Institut in Deutschland jedoch rund 35 Mio. Menschen an Bluthochdruck leiden, scheint der adressierte Markt für APONTIS allein in diesem Bereich riesig zu sein. Um das Wachstumspotenzial ausschöpfen zu können, muss das Unternehmen nun die Kunden von den Vorteilen der Single Pill-Therapie überzeugen. Der **Schlüssel zum Erfolg liegt somit im Vertrieb** bzw. dem Kontakt zu den Entscheidungsträgern. Genau hier ist APONTIS bereits hervorragend positioniert und grenzt sich vom Wettbewerb ab. Durch die Fokussierung auf Single Pills hat das Unternehmen mit inzwischen rund 130 Außendienstmitarbeitern und Kontakt zu etwa 23.000 Ärzten eine u.E. **überlegene Wettbewerbsposition**. Zudem bestehen durch einen zeitintensiven Zulassungsprozess (3,5 bis 5 Jahre) sowie einen 10-jährigen Unterlagenschutz klare Markteintrittsbarrieren.

Der Börsengang im letzten Jahr mit einem Mittelzufluss von rund 38 Mio. Euro hat die Grundlage für den Ausbau des Portfolios und damit auch das erwartete Wachstum der nächsten Jahre gelegt. So dürfte die Dynamik in den nächsten Jahren durch die **aussichtsreiche Produktpipeline**, die einen Anstieg auf über 20 Single Pills bis 2026 in Aussicht stellt, zusätzlich befeuert werden. Wir gehen davon aus, dass APONTIS in den nächsten Jahren auf ein **Umsatzniveau von 67,4 Mio. Euro** in 2024 wächst (CAGR 2020-2024e: +14,5%). Dieses Wachstum sollte aufgrund von Produktmixeffekten sowie Operating Leverage auch spürbar auf die Ergebnisebene durchschlagen und **mittelfristig eine EBITDA-Marge von über 20%** ermöglichen (2025e: 24,7%).

Mit Blick auf die Kursentwicklung seit dem IPO werden der operative Erfolg sowie die aussichtsreichen Perspektiven nicht sichtbar. Wir führen den Kursrückgang (YTD: -36,4%) primär auf die allgemeine Marktschwäche sowie die hinter den Markterwartungen liegende Guidance zurück. Auf Basis unseres DCF-Modells sehen wir den **fairen Wert der APONTIS-Aktie bei 26,00 Euro**. Positiver Newsflow zum Launch neuer Single Pills, den wir noch in Q2 erwarten, dürfte der Aktie frische Impulse geben. Das aktuelle Kursniveau ist u.E. insbesondere für langfristige orientierte Investoren **eine attraktive Kaufgelegenheit**.

Fazit: APONTIS verfügt u.E. über eine starke Wettbewerbsposition in einem strukturell wachsenden Markt. Insbesondere die mittelfristigen Perspektiven werden aktuell keineswegs vom Aktienkurs reflektiert. Wir nehmen APONTIS daher mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 26,00 Euro in die Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	39,2	51,2	56,0	56,3	67,4
Veränderung yoy	-2,0%	30,4%	9,4%	0,6%	19,7%
EBITDA	1,0	2,4	5,5	6,7	12,4
EBIT	-0,6	0,7	3,8	4,6	9,9
Jahresüberschuss	-1,2	-0,7	2,2	2,8	6,7
Rohertagsmarge	63,8%	66,0%	66,3%	67,6%	68,7%
EBITDA-Marge	2,7%	4,7%	9,9%	11,9%	18,4%
EBIT-Marge	-1,6%	1,3%	6,7%	8,1%	14,7%
Net Debt	8,2	-27,4	-24,4	-22,0	-23,7
Net Debt/EBITDA	7,9	-11,4	-4,4	-3,3	-1,9
ROCE	-5,1%	5,2%	23,6%	21,8%	38,0%
EPS	-0,18	-0,09	0,25	0,33	0,78
FCF je Aktie	0,11	0,21	-0,35	-0,26	0,21
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	2,1	1,6	1,5	1,5	1,2
EV/EBITDA	78,6	34,1	14,8	12,2	6,6
EV/EBIT	n.m.	125,7	21,8	17,8	8,2
KGV	n.m.	n.m.	51,4	38,9	16,5
KBV	31,6	2,7	2,5	2,4	2,1

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 12,85

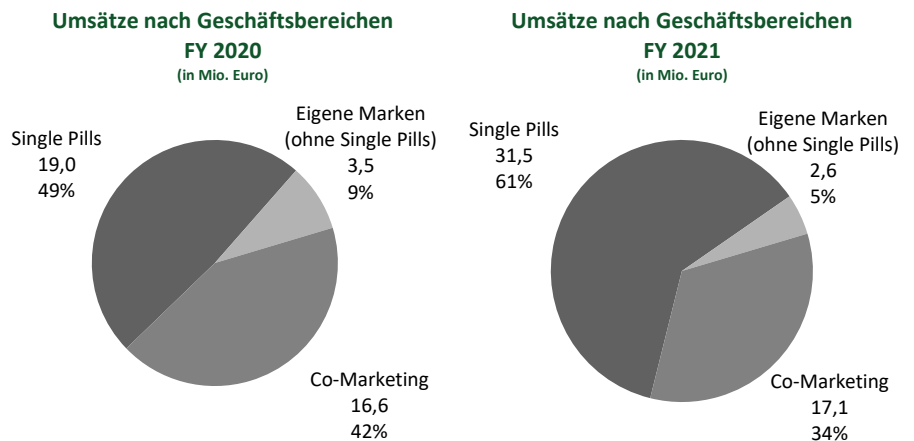
INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Stetig wachsender Pharmamarkt bietet ein gesundes Grundgerüst	3
First-Mover-Vorteil sichert führende Rolle in Deutschland	6
Wachstum im niedrigen zweistelligen Prozentbereich erwartet	9
Mittelfristig deutliche Margenausweitung avisiert	14
IPO-Erlöse werden größtenteils zum Ausbau der Produktpipeline eingesetzt	16
Bilanzrelationen mit EK-Quote i.H.v. 75% wirkt gesund	17
Newsflow zur Produktpipeline dürfte Aktie wieder Impulse liefern	18
Fazit: Hohe Unternehmensqualität und attraktive Bewertung	19
SWOT	20
Stärken	20
Schwächen	20
Chancen	21
Risiken	21
Bewertung	22
DCF-Modell	22
Peergoup-Analyse	24
Unternehmenshintergrund	26
Key Facts	26
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	27
Organisationsstruktur	27
Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung	28
Vertriebsstruktur	29
Management	30
Aktionärsstruktur	31
Anhang	32
Disclaimer	36

INVESTMENT CASE

APONTIS ist ein deutsches Pharmaunternehmen, das sich auf Kombinationspräparate (sog. Single Pills) spezialisiert hat. Eine Single Pill vereint zwei bis drei generische Wirkstoffe in einem einzigen Medikament. APONTIS entwickelt, vermarktet und vertreibt ein Portfolio von sieben Single Pills in Deutschland. Der Fokus liegt auf Medikamenten gegen Herz-Kreislauf-Erkrankungen wie Bluthochdruck. Vermarktet und vertrieben werden die Single Pills durch rund 130 Außendienstmitarbeiter an Ärzte in z.B. Hausarztpraxen und (Reha-)Kliniken, da diese letztlich die Entscheidung darüber treffen, ob ein Patient ein Kombipräparat oder Einzelpillen bekommt. Die gesamte Produktion ist an verschiedene Auftragsfertigungsunternehmen ausgelagert. Auch die Logistik wird von externen Dienstleistern durchgeführt.

Die Spezialisierung auf Single Pills zeigt sich auch in den Finanzkennzahlen. So wies APONTIS im Rahmen der FY 2021-Zahlen Erlöse i.H.v. 31,5 Mio. Euro bzw. 61,5% vom Gesamtumsatz mit Single Pills aus. Im Vorjahr betrug der Anteil noch 48,5% (19,0 Mio. Euro). Neben den Single Pills vermarktet APONTIS über Co-Marketing-Vereinbarungen auch eine Reihe von pharmazeutischen Produkten von anderen Pharmaunternehmen für verschiedene chronische Krankheiten wie Diabetes und Atemwegserkrankungen. Da dieser Geschäftsbereich nicht im Fokus steht, dürfte der Anteil am Gesamtumsatz in den nächsten Jahren weiter zurückgehen (2021: 33,5% vs. 2020: 42,3%). Auch das eigene Portfolio an Medikamenten (ohne Single Pills; 2021: 2,6 Mio. Euro) gehört u.E. nicht zu den Kernaktivitäten des Unternehmens und spielt folglich nur eine untergeordnete Rolle in der Equity Story von APONTIS.



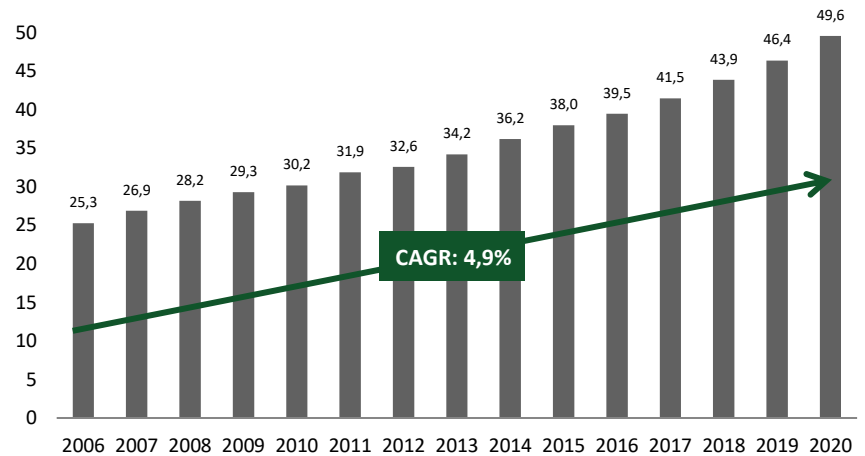
Quelle: Unternehmen

Stetig wachsender Pharmamarkt bietet ein gesundes Grundgerüst

APONTIS vermarktet seine Produkte ausschließlich im deutschsprachigen Raum. Folglich ist für das Unternehmen insbesondere die Entwicklung des hiesigen Gesundheits- und Pharmamarkt relevant. Deutschland stellt mit rund 83 Mio. Einwohnern den größten Gesundheits- und Pharmamarkt in Europa dar. Auch global betrachtet ist Deutschland mit einem Marktanteil von rund 4% der viertgrößte Pharmamarkt.

Seit 2006 hat sich der deutsche Pharmamarkt auf ein Umsatzvolumen von inzwischen fast 50 Mrd. Euro nahezu verdoppelt. Das durchschnittliche Wachstum zwischen 2006 und 2020 betrug 4,9% p.a. Mit Blick auf die jährlichen Steigerungsraten wird deutlich, dass der Pharmamarkt relativ gleichmäßig wächst und folglich auch weitestgehend konjunktur-unabhängig scheint.

Umsatzentwicklung des deutschen Pharmamarktes
(in Mrd. Euro)



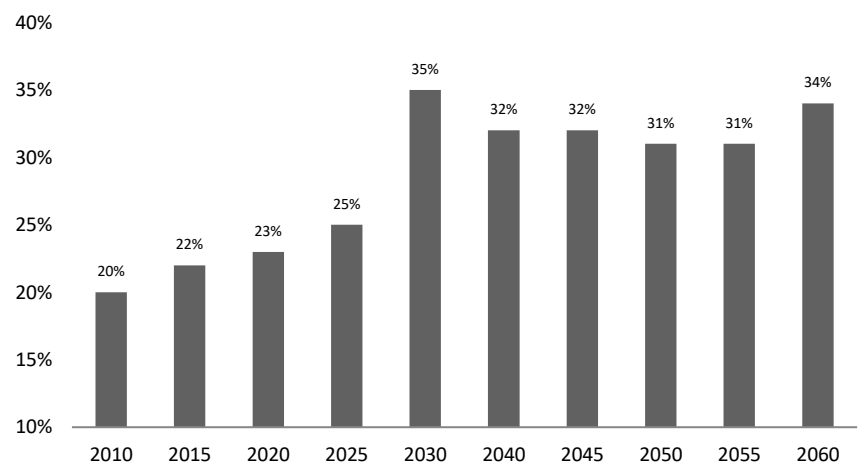
Quelle: IQVIA

Innerhalb des riesigen Pharmamarktes fokussiert sich APONTIS auf eine Nische, für die es aktuell noch keine öffentlich abrufbaren Gesamtmarktdaten gibt. Da sich das Unternehmen in diesem Bereich auf Medikamente gegen Herz-Kreislauf-Erkrankungen spezialisiert hat, sind dennoch einige Marktentwicklungen zu beobachten, die das Wachstum von APONTIS in den nächsten Jahren maßgeblich beeinflussen sollten.

Demografischer Trend deutet auf stark steigenden Medikamentenbedarf hin

Im Jahr 2020 lag der Bevölkerungsanteil der über 65-jährigen noch bei 23%. Das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie geht davon aus, dass dieser Anteil bis 2030 auf 35% steigt. Ursächlich für den sprunghaften Anstieg ist der Wegfall der geburtenstarken Jahrgänge (Stichwort: Babyboomer). In den Folgejahren wird aktuell mit einem ähnlichen hohen Niveau gerechnet. Dieser demografische Trend dürfte zur Folge haben, dass auch die Anzahl der oftmals altersbedingt an chronischen Erkrankungen leidenden Menschen deutlich zunimmt. Folglich ist insbesondere in den nächsten rund zehn Jahren auch mit einer deutlich höheren Nachfrage nach Medikamenten zur Behandlung altersbedingter Beschwerden zu rechnen.

Bevölkerung > 65 Jahre in Deutschland

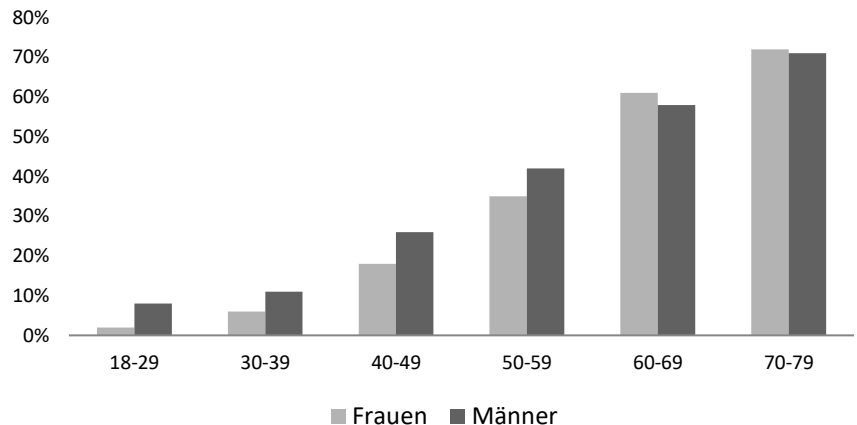


Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Energie

Herz-Kreislauf-Erkrankungen sind häufigste Todesursache in Deutschland

In Deutschland führen ein Bewegungsmangel sowie die Tendenz zu steigendem Übergewicht auch bei jüngeren Menschen dazu, dass auch diese oftmals schon mit Bluthochdruck oder Typ-2-Diabetes konfrontiert sind. Laut dem Statistischen Bundesamt leiden etwa ein Drittel aller Erwachsenen in Deutschland (ca. 35 Mio.) an Bluthochdruck. Gemäß einer in 2021 erfolgten Studie des Robert-Koch-Instituts (RKI) sind jedoch nur knapp 22 Mio. Menschen in Behandlung. Davon werden wiederum nur etwa 50% (rd. 11 Mio. Patienten) optimal behandelt, was laut RKI primär daran liegt, dass sich die Patienten nicht an die vorgeschlagene Darreichungsformen oder Dosierungsintervalle halten bzw. die behandelnden Ärzte nicht die bestmöglichen Produkte anwenden. Kritisch ist dies vor allem aufgrund der schwerwiegenden Schäden, die dadurch am Herz-Kreislauf-System entstehen können. Wie ernst dies ist, verdeutlicht auch eine Ende 2021 veröffentlichte Auswertung des Statistischen Bundesamts, wonach Herz-Kreislauf-Erkrankungen erneut die häufigste Todesursache waren (34% aller Todesfälle in Deutschland). Eine effektivere Behandlung der Patienten (z.B. durch Single Pills) dürfte dazu führen, dass es zu weniger schweren Krankheitsverläufen und damit auch zu weniger Todesfällen kommt.

Erkrankung an Bluthochdruck nimmt im Alter stark zu



Quelle: Unternehmen

Therapietreue mit Single Pills scheint signifikant höher

Bereits im Jahr 2003 ergab eine Untersuchung der Weltgesundheitsorganisation, dass etwa 50% aller Patienten ihre Arzneimittel nicht regelmäßig einnehmen. Diese sogenannte Therapietreue (oder Adhärenz) ist auch heute noch ein massives Problem unseres Gesundheitssystems und führt dazu, dass die Behandlungen weit weniger effektiv sind, als sie es sein könnten. Neben den teils schwerwiegenden gesundheitlichen Folgen für die einzelnen Patienten belastet eine geringe Therapietreue nämlich auch das Gesundheitssystem, da Komplikationen durch z.B. Herzinfarkte und Schlaganfälle oder zusätzliche Krankenhauseinweisungen bzw. Medikamente zu höheren Kosten führen.

Ein Kernproblem, das zur geringen Therapietreue führt, ist laut Unternehmensangaben die Vielzahl an Präparaten, die ein Patient jeden Tag nehmen muss. Oftmals wird die Einnahme dann schlichtweg verweigert oder vergessen. Ein Kombipräparat vereinfacht die Einnahme dahingehend, dass der Patient nur noch eine anstatt z.B. drei Tabletten nehmen muss. Dadurch verbessert sich dann oftmals ganz automatisch auch die Adhärenz. Da dieser Zusammenhang wissenschaftlich noch nicht eindeutig belegt war, initiierte APONTIS zusammen mit dem Institut für Pharmaökonomie (IPAM), dem Marktforschungsinstitut Ingress Health sowie der Krankenkasse AOK PLUS die „START“-Studie. Um im Rahmen dieser Studie ein repräsentatives Ergebnis zu erzielen, wurden Daten von rund 60.000 Patienten über ein Jahr lang analysiert. Als Resultat ergab die Studie die folgenden drei Ergebnisse:

- Die Therapietreue steigt von 20 bis 50% bei einer Therapie ohne Single Pills auf 70 bis 80% unter Verwendung von Single Pills.
- Single Pills führen zu einer deutlich geringeren Häufigkeit von Ereignissen wie z.B. Klinikaufhalten (bis zu -55%), Herzinfarkte (bis zu -38%), Schlaganfälle (bis zu -46%) oder sogar Mortalität (bis zu -49%).
- Zudem haben Single Pills positive Auswirkungen auf die gesamtheitlichen Gesundheitskosten, die durch den Einsatz von Single Pills um bis zu 34% reduziert werden könnten.

Insgesamt zeigt die Studie, dass eine Vereinfachung der Therapie in Form von Single Pills auf mehreren Ebenen sinnvoll scheint. Allerdings ist die Anwendung von Single Pills, u.a. aufgrund des bisher fehlenden Wissens hinsichtlich der Vorteile von Single Pills noch relativ wenig verbreitet. Folglich scheint auch die Marktdurchdringung von Single Pills noch relativ niedrig zu sein. Wenngleich hierzu keine offiziellen Marktdaten vorliegen, gibt das Unternehmen an, dass pro Arzt aus dem Vertriebsnetzwerk von APONTIS (ca. 23.000 Ärzte in Deutschland) im Durchschnitt nur etwa 15 Patienten (Vj.: 8) mit Single Pills behandelt werden. Gemäß einer Analyse des Statistischen Bundesamt zusammen mit der Bundesärztekammer liegt die Arztdichte in Deutschland im Jahr 2020 bei 203 Einwohner je Arzt. Daraus würde sich eine Single Pills-Penetrationsrate innerhalb des bestehenden Netzwerks von APONTIS i.H.v. nur 7,4% ergeben. Es scheint daher plausibel, dass sich APONTIS im strukturell wachsenden Pharmamarkt in einer u.E. sehr aussichtsreichen Nische positioniert hat.

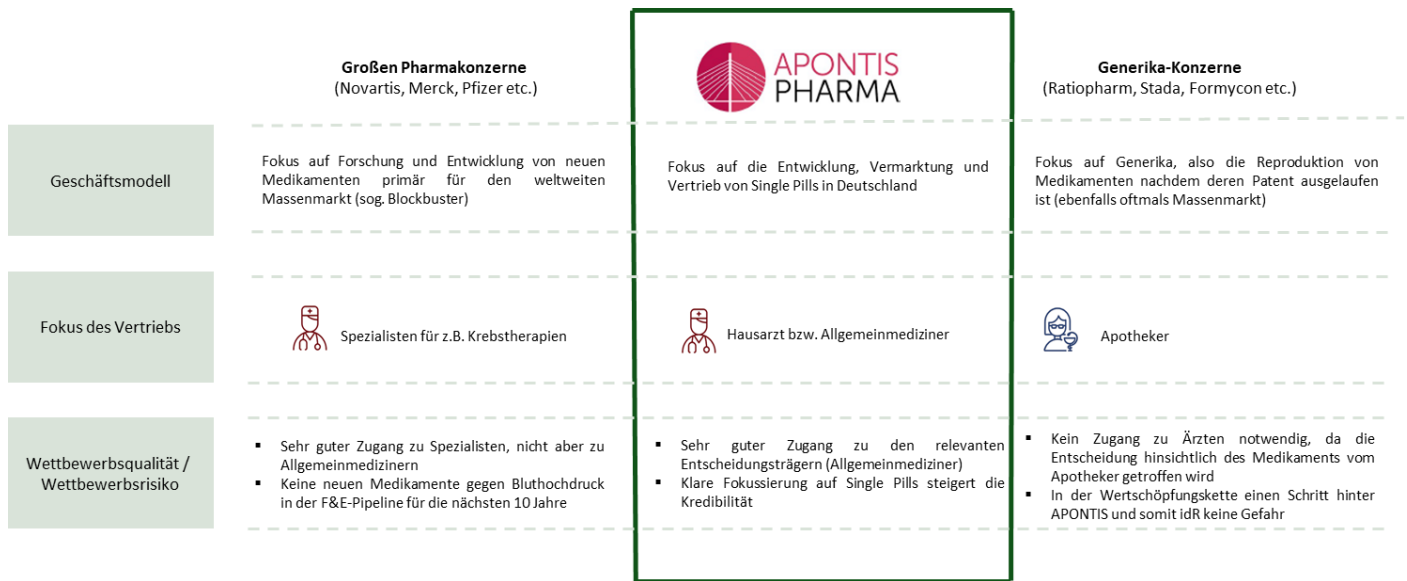
First-Mover-Vorteil sichert führende Rolle in Deutschland

Durch das stetige und relativ konjunkturunabhängige Wachstum ist das Wettbewerbsumfeld im Pharmamarkt insgesamt sehr kompetitiv. Dies betrifft jedoch noch nicht den von APONTIS adressierten Nischenmarkt der Single Pills, der u.E. noch relativ unerschlossen erscheint. Zu den Hauptkonkurrenten gehören Aristo Pharma, Servier, Hexal, Ratiopharm und TAD Pharma.

Neben den Hauptwettbewerbern lässt sich das übrige Wettbewerbsumfeld in die großen, multinationalen Pharmakonzerne sowie die Pharmaunternehmen mit Schwerpunkt auf Generika gliedern. Letztere (u.a. Stada, Formycon) scheinen weniger bedrohlich für APONTIS zu sein, da deren Fokus in der Regel auf dem Verkauf von Generika an Apotheken liegt und daher der immens wichtige Zugang zu den relevanten Entscheidungsträgern (vor allem Allgemeinmediziner) fehlt. Die multinationalen Pharmaunternehmen (u.a. Merck & Co., Novartis, Roche) verfügen zwar über die notwendigen Ressourcen, um ebenfalls im Bereich Single Pills aktiv zu werden, fokussieren sich jedoch eher auf sehr großvolumige (patentgeschützte) Produkte.

Diese sogenannten Blockbuster machen in der Regel einen Umsatz pro Medikament von mehr als einer Milliarde Euro aus. Deutlich wird dies z.B. mit Blick auf Merck, die mit dem Krebsmedikament „Keytruda“ in 2020 rund 14 Mrd. USD erlöst haben. Roche erzielte mit dem ebenfalls zur Krebstherapie genutztem Medikament „Avastin“ 5,3 Mrd. USD. Novartis setzte mit „Cosentyx“, einem Medikament gegen Hauterkrankungen, 4,7 Mrd. USD um. Im Vergleich dazu ist das Umsatzpotenzial im hiesigen Single Pills-Markt mit aktuell durchschnittlich 5,0 bis 10,0 Mio. Euro pro Single Pill verschwindend gering und daher für Big Pharma u.E. uninteressant.

Die nachfolgende Abbildung fasst die Unterschiede der Geschäftsmodelle nochmals zusammen:



Quelle: Unternehmen, Montega

Im Nischenmarkt für Single Pills hat APONTIS als einer der First-Mover inzwischen eine u.E. aussichtsreiche Marktposition besetzt. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen seine Stellung in den nächsten Jahren weiter ausbauen kann, was wir insbesondere auf die nachfolgenden Aspekte zurückführen:

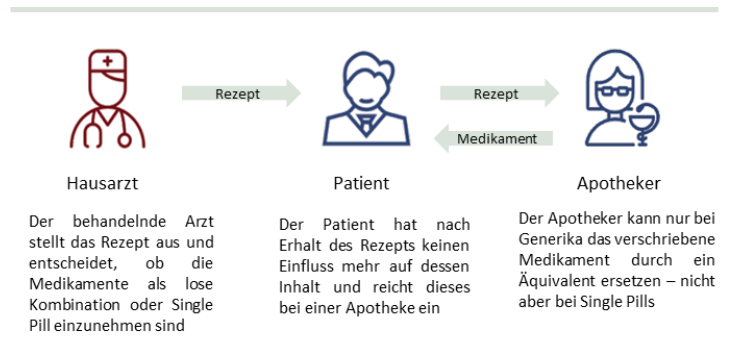
- Ein besonderes Asset von APONTIS ist das gut ausgebildete Vertriebsteam, das aktuell aus rund 130 Außendienstmitarbeitern besteht und damit u.E. eine deutliche Markteintrittsbarriere darstellt. Nach Unternehmensangaben besitzen circa 70% davon einen naturwissenschaftlichen Universitätsabschluss, wodurch der Vertrieb u.E. auf einem sehr professionellen Niveau erfolgt. APONTIS hat den Anspruch, dass die Außendienstmitarbeiter nicht nur „verkaufen“ sondern vielmehr „beraten“ und die Ärzte durch verschiedenen Services ganzheitlich unterstützen. Dies beinhaltet neben z.B. Schulungen zu den Vorteilen von Single Pills auch Seminare zur Optimierung von Praxisabläufen, Beratung zu Hygienezertifizierungen oder bei Abrechnungsfragen. Letztlich führen Beratungsdienstleistungen mit Mehrwert dazu, dass Patienten besser und effizienter behandelt werden, sich der Zugang zu den Ärzten intensiviert und somit auch der Vertrieb positiv beeinflusst wird.



Quelle: Unternehmen

- Durch die Größe des Vertriebsteams hat APONTIS inzwischen direkten Kontakt zu etwa 23.000 Ärzten (Allgemeinmediziner), die in Deutschland für die Verschreibung von Medikamenten für ihre Patienten verantwortlich sind. Damit deckt das Unternehmen nach eigenen Angaben über 40% des gesamten deutschen Marktes der Allgemeinmediziner (Hausärzte) ab. Dieser Zugang ist essentiell, da der Hausarzt letztlich derjenige ist, der die Entscheidung für oder gegen eine Single Pill trifft. Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht diesen Prozess:

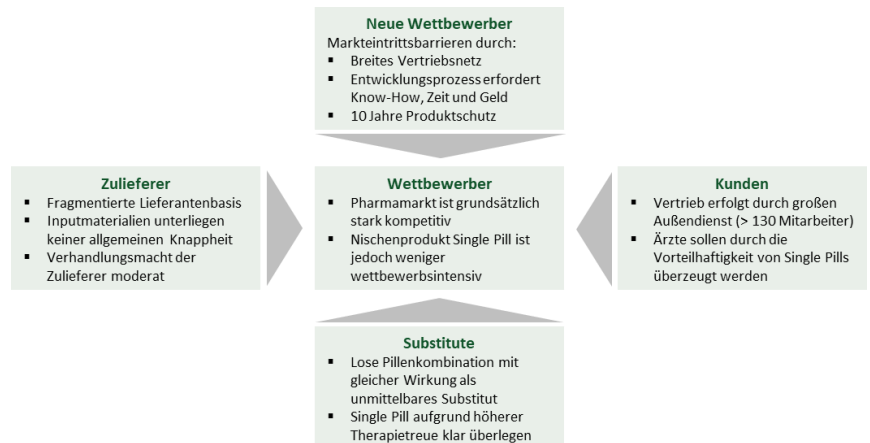
Entscheidungsprozess der Medikamentenverschreibung



Quelle: Unternehmen, Montega

- Um den vorhandenen Zugang zu den Ärzten zu intensivieren und bestmöglich monetarisieren, vertreibt APONTIS im Rahmen des Co-Marketing (ergänzend zu den eigenen Single Pills) auch noch andere Medikamente von großen Pharmakonzernen wie Novartis oder AstraZeneca. Da es sich hierbei nicht um gleichartige Produkte handelt, ist dies nicht als Kannibalisierung, sondern vielmehr als Ergänzung und zusätzlicher Service für die Ärzte zu betrachten.
- Der Zulassungsprozess für ein neues pharmazeutisches Produkt ist sowohl kosten- als auch zeitintensiv und stellt somit eine gewisse Markteintrittsbarriere dar. So gibt APONTIS durchschnittlich zwischen 1,5 und 2,1 Mio. Euro pro Produktentwicklung aus. Der gesamte Prozess zur Erlangung der Marktzulassung dauert zwischen dreieinhalb und fünf Jahre. Für die kapitalstarken Pharmaunternehmen stellt dies natürlich kein Hindernis dar. Allerdings dürfte der Zulassungsprozess insbesondere für kleinere Wettbewerber durchaus ein Hemmnis darstellen.
- Nach erfolgreicher Marktzulassung erhält APONTIS für zehn Jahre einen Unterlagenschutz. Während dieser Zeit können Wettbewerber keine generischen Single Pills auf den Markt bringen, die die Single Pill von APONTIS als Referenzprodukt verwendet. Vielmehr muss der Wettbewerber eine eigene Marktzulassung für ein abgewandeltes Produkt erlangen. Da der Vermarktungsvorsprung von APONTIS dann jedoch mindestens dreieinhalb Jahre beträgt, macht ein solches Vorgehen für den Wettbewerb u.E. nur wenig Sinn.
- Da APONTIS lediglich bei der Entwicklung neuer Single Pills sowie der Vermarktung und dem Vertrieb aktiv ist, kann das Geschäftsmodell als „asset-light“ bezeichnet werden. Im Rahmen der Produktion arbeitet APONTIS mit verschiedenen Pharmaunternehmen aus Europa zusammen, sodass u.E. keine zu große Abhängigkeit besteht. Zu den Partnern gehören z.B. KRKA aus Slowenien, EGIS aus Ungarn, Ferrer aus Spanien, Hennig aus Deutschland, Adamed aus Polen oder Zentiva aus Tschechien. Vom aktuellen Krieg zwischen Russland und der Ukraine ist APONTIS somit nicht direkt betroffen.
- Wenngleich der Unternehmensname „APONTIS“ erst seit 2019 besteht und somit die Bekanntheit unter den Ärzten noch nicht sonderlich hoch sein dürfte, halten wir die Historie des Unternehmens für ein relevantes Asset im Vertrieb. So ist die bereits seit 1946 am Markt aktive Schwarz Pharma Group, aus der APONTIS hervorgegangen ist, u.E. unter den hiesigen Ärzten sehr bekannt. Dies sollte bei den vertrieblichen Aktivitäten als „Door Opener“ behilflich sein und Vertrauen schaffen.

Trotz der hohen Wettbewerbsqualität von APONTIS bestehen u.E. insbesondere durch die noch geringe Bekanntheit von Single Pills und den langwierigen Vertriebsprozess im Pharmamarkt auch Herausforderungen für das weitere Wachstum. Insgesamt überwiegen jedoch u.E. die Wettbewerbsvorteile, sodass es dem Unternehmen gelingen sollte, die Marktposition weiter auszubauen.

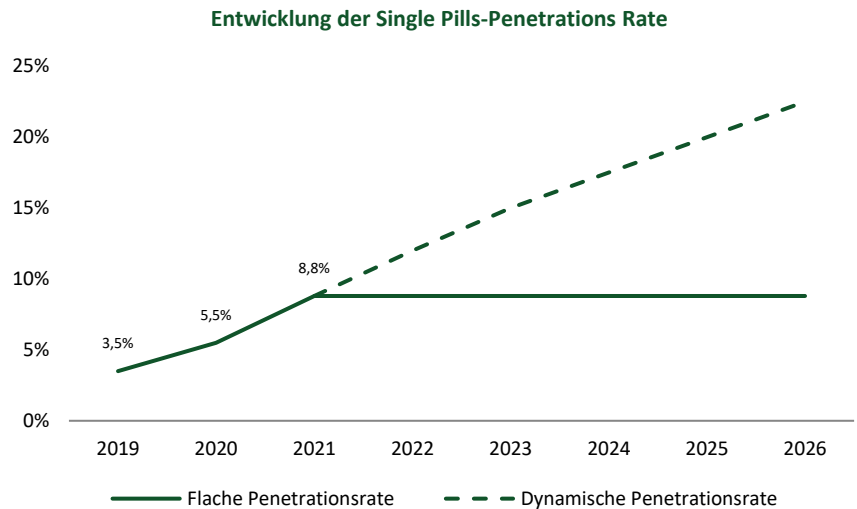


Quelle: Unternehmen

Wachstum im niedrigen zweistelligen Prozentbereich erwartet

Im Rahmen der Ende März veröffentlichten Finanzkennzahlen für 2021 wies APONTIS eine sehr erfreuliche Umsatzentwicklung aus. Auf Gruppenebene stiegen die Erlöse um +30,4% yoy auf 51,2 Mio. Euro. Damit übertraf das Unternehmen nun auch die Guidance 2021, die ein Wachstum auf „bis zu“ 49,5 Mio. Euro in Aussicht stellte. Mit einem Wachstum i.H.v. +65,2% yoy auf 31,5 Mio. Euro entwickelte sich der Umsatz mit Single Pills besonders dynamisch. Damit stieg auch der Umsatzanteil des Segments Single Pills auf 61,5% spürbar an (Vj.: 48,5%). Der Bereich Co-Marketing wuchs mit nur +5,0% yoy auf 17,1 Mio. Euro deutlich langsamer (Umsatzanteil: 33,5%).

Für das laufende Geschäftsjahr strebt das Unternehmen eine Umsatzsteigerung auf 55,3 Mio. Euro (+8% yoy) an. Mit Blick auf das deutlich zweistellige Wachstum des letzten Jahres scheint diese Guidance auf den ersten Blick enttäuschend. Zurückzuführen ist dies auf mehrere Effekte: 1) Einerseits beeinflusst die vom Management angenommene Entwicklung der Penetrationsrate von APONTIS Single Pills die Jahresziele. In den letzten Jahren ist die Penetrationsrate ausgehend von 3,5% in 2019 auf 5,5% in 2020 und nun 8,8% im abgelaufenen Geschäftsjahr gestiegen. Für die Jahresziele hat der Vorstand nun eine u.E. konservative Position eingenommen und mit einer nur konstant bleibenden Penetrationsrate geplant. Sofern diese – wie in den Vorjahren auch – steigt, sollte auch das Wachstum etwas stärker ausfallen. 2) Darüber hinaus verzeichnete APONTIS in Q4/21 einen Vorzieheffekt von Großhändlern, wodurch das Umsatzniveau in Q1/22 um etwa 0,5 Mio. Euro niedriger ausfallen dürfte. Hintergrund dieses Vorzieheffekts ist ein von Hexal gewonnener Großauftrag, wodurch im Markt kurzfristig die Lieferfähigkeit von Hexal in Frage gestellt worden ist, sodass Großhändler alternative Medikamente beschafft haben. Folglich erhöhte sich in Q4/21 die Nachfrage nach dem Produkt Caramlo von APONTIS sprunghaft. 3) Dieser erhöhte Wettbewerb durch Hexal führt nach Unternehmensangaben im laufenden Geschäftsjahr zu Umsatzeinbußen i.H.v. rund 3,0 Mio. Euro im Vertrieb von Caramlo. 4) Ein weiterer Grund liegt in der im September 2022 planmäßig auslaufenden Co-Marketingvereinbarung für die Produkte Icandra und Jalra von Novartis, wodurch APONTIS im laufenden Jahr etwa 1,8 Mio. Euro weniger Erlöse generieren dürfte. 5) Zu guter Letzt führen die nach wie vor hohen Corona-Infektionen zu einer weiterhin starken Auslastung der Hausärzte. Dies hat zur Folge, dass die Ärzte weniger Kapazitäten zur Behandlung (bzw. Optimierung der Medikation) von chronisch erkrankten Patienten haben. Insgesamt rechnet das Management daher mit einer vorübergehend leicht schwächeren Nachfrage nach Single Pills.

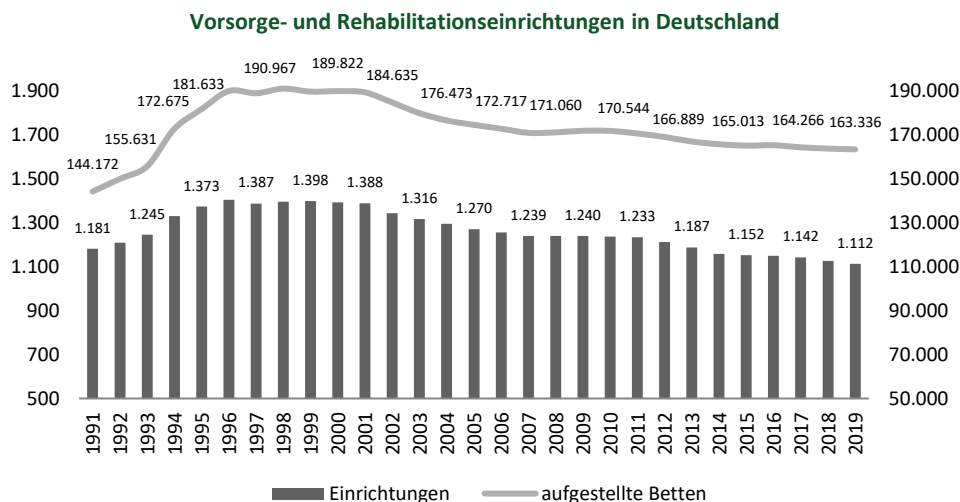


Quelle: Unternehmen

In den Jahren ab 2024 sehen wir das Unternehmen gut positioniert, um weiter dynamisch zu wachsen. Die folgenden Treiber sollten dabei maßgeblich zur weiteren Unternehmensentwicklung beitragen:

- **Ergebnisse der „START“-Studie steigern Marktdurchdringung:** Mit der durchgeführten „START“-Studie konnte APONTIS zeigen, dass die Therapietreue unter Verwendung von Single Pills signifikant höher ist. Zudem führen Single Pills zu einer deutlich geringeren Häufigkeit von Ereignissen wie z.B. Klinikaufenthalten, Herzinfarkten oder Schlaganfällen, was dann insgesamt auch die allgemeinen Gesundheitskosten senkt. Diese Ergebnisse veröffentlichte APONTIS nun in 15 verschiedenen Essays sowie einer Vollpublikation, um die Reichweite zu erhöhen. Das Unternehmen geht davon aus, dass der Vertrieb damit deutlich mehr Gehör von Seiten des Gesundheitsministeriums, Krankenkassen oder der kassenärztlichen Bundesvereinigung bekommt. Diese Multiplikatoren dürften dann dazu beitragen, dass die Vorteile einer Behandlung mittels Single Pill unter den Marktteilnehmern und Entscheidungsträgern (u.a. Hausärzte, Krankenhausärzte, Reha-Ärzte, Krankenkassen) an Bekanntheit deutlich zunehmen und damit auch die Nachfrage steigt.
- **Vertriebserfolge bei Reha-Kliniken:** Das größte Vertriebspotenzial sehen wir aktuell bei den Reha-Kliniken. Hintergrund davon ist, dass ein Patient mit einer Herz-Kreislauf-Erkrankung in der Regel nach einem kurzen Aufenthalt im Krankenhaus an eine Reha-Klinik überwiesen wird. Im Krankenhaus erfolgt vom Klinikarzt eine gewisse Grundeinstellung der Medikation, die fast ausschließlich mit Einzelpräparaten dosiert wird. Sobald der Patient damit stabil ist, wird er an die Reha-Klinik überwiesen, die dann auch die voreingestellte Dosierung von z.B. Bluthochdruckmedikamenten mitgeteilt bekommt. In der Reha-Klinik, wo sich ein Patient oft mehrere Wochen aufhält, wird die Dosierung fortlaufend überwacht und angepasst. Am Ende des Reha-Aufenthalts steht dann fast immer die finale Medikation fest, sodass u.E. genau dort der ideale Zeitpunkt ist, um dem Patienten anstelle von Einzelpräparaten dann Kombinationspräparate (Single Pills) zu verschreiben. Der Hausarzt, der die Folgerezepte nach dem Reha-Aufenthalt ausstellt, hält sich u.E. oftmals an die Empfehlung der Reha-Klinik. Für APONTIS liegt aus unserer Sicht genau hier ein Schlüssel zum Erfolg. Wenn es dem Unternehmen gelingt, neben den Hausärzten auch die Reha-Kliniken hinsichtlich der Vorteile von Single Pills abzuholen, dürfte dies das Wachstumstempo spürbar beeinflussen.

Ausreichend Wachstumspotenzial besteht trotz einer leicht rückläufigen Zahl an Reha-Kliniken. Diese sind laut Daten vom Statistischen Bundesamt seit 1991 um durchschnittlich -0,2% p.a. von 1.181 auf 1.112 marginal zurückgegangen. Gleichzeitig haben sich jedoch die aufgestellten Betten von 144.172 auf 163.336 um durchschnittlich +0,2% p.a. erhöht. Die Bettenauslastung lag zuletzt bei hohen 84,9%.



Quelle: Statistisches Bundesamt

- Kurzfristiger Ausbau des Produktportfolios:** Derzeit besteht das Single Pill-Portfolio von APONTIS aus sieben Präparaten. In 2021 erzielte das Unternehmen damit einen Umsatz von 31,5 Mio. Euro. Das von APONTIS ermittelte mittelfristige Erlöspotenzial dieser sieben Single Pills beträgt 42,9 Mio. Euro. Dazu sollen allein im laufenden Jahr drei neue Single Pills dazukommen (Tonotec Liquid, AmloAator und RosuASS). Das daraus resultierende mittelfristige Umsatzpotenzial liegt bei 10,7 Mio. Euro und dürfte circa fünf Jahre nach der Markteinführung erreicht werden. Dem stehen kumulierte Entwicklungskosten von nur 2,6 Mio. Euro gegenüber, die kapitalisiert und anschließend über fünf bis zehn Jahre abgeschrieben werden. Da die Beschränkungen des öffentlichen Lebens nun wieder zunehmend gelockert werden, dürfte auch der Außendienst schnell aktiver werden. Wir gehen davon aus, dass die rund 130 Vertriebsmitarbeiter nach ca. 200.000 Arztbesuchen in 2019 bzw. 138.000 in 2020 im laufenden Geschäftsjahr wieder nah an das Vor-Corona-Niveau herankommen. Zudem sollten mit sinkenden Infektionszahlen auch die Ärzte wieder mehr Zeit zur Behandlung der Patienten mit chronischen Erkrankungen haben. In Summe beziffert das Management das mittelfristige Umsatzpotenzial (= Jahr 5 nach dem Launch des jeweiligen Produkts) aus der kurzfristigen Pipeline mit 25,7 Mio. Euro.

Kurzfristige Pipeline

Name	Tonotec Liquid	AmloAator	RosuASS	Rosazimbi	Caramlo HCT	Caramlo Liquid
G geplante Markteinführung	Q2 2022	Q2 2022	Q2 2022	Q1 2023	Q3 2023	Q4 2023
Wettbewerbsumfeld	Kein anderer mit dieser Kombination am Markt	Kein anderer mit dieser Kombination am Markt	Kein anderer mit dieser Kombination am Markt	Andere Anbieter sind mit dieser Kombination am Markt	Kein anderer mit dieser Kombination am Markt	Kein anderer mit dieser Kombination am Markt
Patientenpotential	661.000	437.000	100.000	151.000	330.000	486.000
Entwicklungskosten	1.900.000	300.000	400.000	0	1.300.000	2.500.000
Mittelfristiges Umsatzpotenzial (p.a.)	5.000.000	3.200.000	2.500.000	3.000.000	9.000.000	3.000.000

Quelle: Unternehmen

- Mittelfristiger Ausbau des Produktportfolios:** Bis 2026 strebt APONTIS ein Portfolio aus mindestens 20 Single Pills an. Neben der kurzfristigen Pipeline gibt es diverse weitere Produkte, die das Unternehmen zwar noch nicht konkret benennt, die aber dennoch im Rahmen einer mittelfristigen Entwicklungs-Pipeline vorgestellt werden. Hinsichtlich der geplanten Markteinführung besteht u.E. jedoch ein gewisses Risiko, da der vierphasige Entwicklungsprozess nur bedingt von APONTIS beeinflusst werden kann. In den Schritt 1) ist APONTIS z.B. mit der Produktidee sowie der medizinischen Beurteilung maßgeblich involviert. Dieser Schritt dauert für gewöhnlich einige Monate. Im 2) Schritt, der zwischen zwei und dreieinhalb Jahre dauert, sind dann größtenteils externe Partner involviert, die die pharmazeutische Formulierung des Produkts sowie klinische Studien durchführen. APONTIS begleitet und überwacht diese Prozesse fortlaufend. Die 3) Phase ist dann der Genehmigungsprozess des Produkts, der in der Regel vom Paul-Ehrlich-Institut durchgeführt wird und etwa ein bis eineinhalb Jahre dauert. Anschließend erfolgt nach insgesamt dreieinhalb bis fünf Jahren in Schritt 4) die Markteinführung. In der nachfolgenden Tabelle sind die aktuell verfügbaren Informationen zur mittelfristigen Entwicklungspipeline zusammengefasst. Wenngleich die genaue Erlösrealisierung hier nur bedingt planbar ist, deutet die Pipeline u.E. dennoch an, welches massive Umsatzpotenzial hier schlummert. Insgesamt beträgt das von APONTIS in Aussicht gestellte Erlöspotenzial der mittelfristigen Pipeline zwischen 71,0 und 92,0 Mio. Euro (= Jahr 5 nach Launch).

Mittelfristige Entwicklungs-Pipeline

	Produkt	Patientenpotential	Projektstatus	Mittelfristiges Umsatzpotential* (in Mio. Euro)
Single Pills in Eigenentwicklung	AP - T 03	360.000	in development	8,0 - 10,0
	AP - T 04	100.000	to be discussed	3,5 - 4,5
	AP - T 05	50.000	to be discussed	2,5 - 3,5
	AP - T 06	15.000	to be discussed	1,5 - 2,5
	AP - T 07	35.000	in negotiation	2,5 - 3,5
	AP - D 05	780.000	in close negotiation	8,0 - 10,0
	AP - D 06	740.000	in close negotiation	7,5 - 9,5
	AP - D 07	610.000	in negotiation	6,0 - 8,0
	AP - D 08	200.000	in negotiation	6,0 - 8,0
	AP - D 09	160.000	to be discussed	2,0 - 3,0
	AP - D 10	510.000	in negotiation	6,0 - 8,0
	AP - T 08	165.000	in negotiation	5,0 - 6,0
	AP - T 09	165.000	in negotiation	4,5 - 5,5
AP - D 11	640.000	in negotiation	8,0 - 10,0	

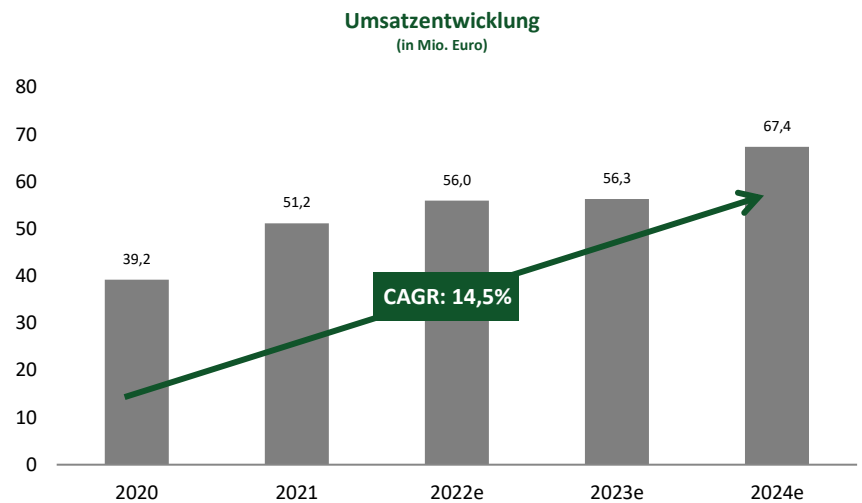
Quelle: Unternehmen; T = Dreier-Kombination; D = Zweier-Kombination; * = ca. im Jahr 5 nach dem Launch

- Ergänzende Lizenzvereinbarung:** Neben der eigenen Entwicklung von Single Pills baut APONTIS sein Produktportfolio durch zusätzlich Lizenzdeals aus. Hintergrund hiervon ist, dass es im Ausland bereits diverse zugelassene Single Pills von anderen Pharmakonzernen gibt. Diese Single Pills werden jedoch aktuell noch nicht in Deutschland vertrieben, da den ausländischen Pharmaunternehmen schlichtweg das Vertriebsnetz fehlt und der Aufbau oftmals zu langwierig sowie kostenintensiv ist. APONTIS kann diese Single Pills nach Integration in das eigene Single Pill-Portfolio durch das vorhandene Vertriebsteam ohne nennenswerten Mehraufwand vertreiben. Die Lizenzdeals werden in der Regel über zehn Jahre (mit Verlängerungsoption) abgeschlossen und sichern dem ausländischen Pharmaunternehmen so eine höhere und stabilere Produktionsauslastung. Zudem beteiligt sich APONTIS teilweise anteilig an den Entwicklungskosten. Im Vergleich zur Eigenentwicklung reduziert sich zudem das Risiko, da mit dem Lizenzpartner in der Regel keine langfristigen Abnahmeverpflichtungen ausgemacht werden. Aufgrund des geringeren Risikos ist hierbei jedoch auch die Marge etwas geringer, mit 60 bis 70% (Eigenentwicklung: >75%) allerdings immer noch in einem sehr attraktiven Bereich. In der mittelfristigen Pipeline sind derzeit zehn Produkte, die nach aktuellem Stand ab 2024 in das Produktportfolio aufgenommen werden könnten und ein Erlöspotenzial zwischen 39,5 und 48,5 Mio. Euro aufweisen.

	Produkt	Patientenpotential	Projektstatus	Mittelfristiges Umsatzpotential* (in Mio. Euro)
Exklusive Lizenzdeals	AP - D 02	50.000	in negotiation	1,0
	AP - D 03	500.000	in negotiation	8,0 - 10,0
	AP - D 04	100.000	in negotiation	2,0 - 3,0
	AP - T 08	90.000	in negotiation	7,5 - 8,5
	AP - D 12	1.100.000	in negotiation	5,0 - 6,0
	AP - D 13	100.000	to be discussed	1,0
	AP - D 14	65.000	in negotiation	4,0 - 5,0
	AP - T 10	40.000	in negotiation	4,0 - 5,0
	AP - D 15	90.000	in negotiation	4,0 - 5,0
	AP - T 11	30.000	in negotiation	3,0 - 4,0

Quelle: Unternehmen; T = Dreier-Kombination; D = Zweier-Kombination; * = ca. im Jahr 5 nach dem Launch

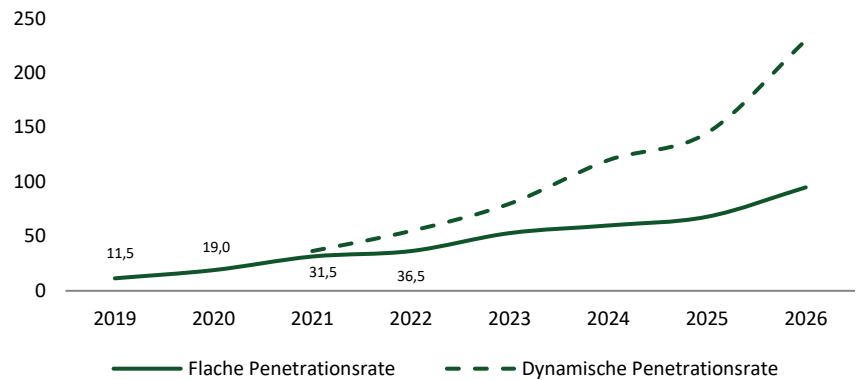
Aufgrund der oben beschriebenen Treiber rechnen wir im laufenden Jahr mit einer marginal stärkeren Erlösentwicklung als vom Unternehmen in Aussicht gestellt. Konkret erwarten wir ein Umsatzniveau i.H.v. 56,0 Mio. Euro (+9,4% yoy; Guidance: 55,3 Mio. Euro). Im Geschäftsjahr 2023 dürften dann die Ende 2022 auslaufenden Co-Marketing-Verträge mit Novartis (Jalra und Icada) sowie erhöhter Wettbewerb bei Atorimib dazu führen, dass das Wachstum im restlichen Single Pill-Portfolio aufgezehrt wird. Folglich rechnen wir mit weitestgehend stagnierenden Erlösen i.H.v. 56,3 Mio. Euro (+0,6% yoy). Ab 2024 sollten das exzellente Marktumfeld, die Produktinnovationen sowie die abgeschlossenen Partnerschaften dann dazu beitragen, dass der Umsatz von APONTIS auf 67,4 Mio. Euro steigt (CAGR 2020-2024e: +14,5%).



Quelle: Unternehmen, Montega

Mit unserer Planung liegen wir auch weitestgehend im Einklang mit dem mittelfristigen Umsatzziel des Unternehmens. So strebt APONTIS im Jahr 2026 (unter Berücksichtigung einer konstant bleibenden Penetrationsrate von 8,8%) ein Erlösniveau von rund 100 Mio. Euro an. Um das Umsatzpotenzial im Fall einer dynamischen Entwicklung der Penetrationsrate auf etwa 20% in 2026 zumindest indikativ zu veranschaulichen, hat APONTIS zuletzt angedeutet, dass das Umsatzniveau dann bei deutlich über 200 Mio. Euro liegen würde. Wir halten dieses „Blue-Sky-Szenario“ vom Unternehmen zwar nicht für ausgeschlossen, bleiben mit unseren Prognosen dennoch deutlich hinter dieser Unternehmensvision zurück und rechnen mit einem Wachstum auf einen Umsatz i.H.v. 102,6 Mio. Euro, was einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 17,4% p.a. entspricht.

Umsatzpotenzial in Abhängigkeit von der Single Pills-Penetrationsrate



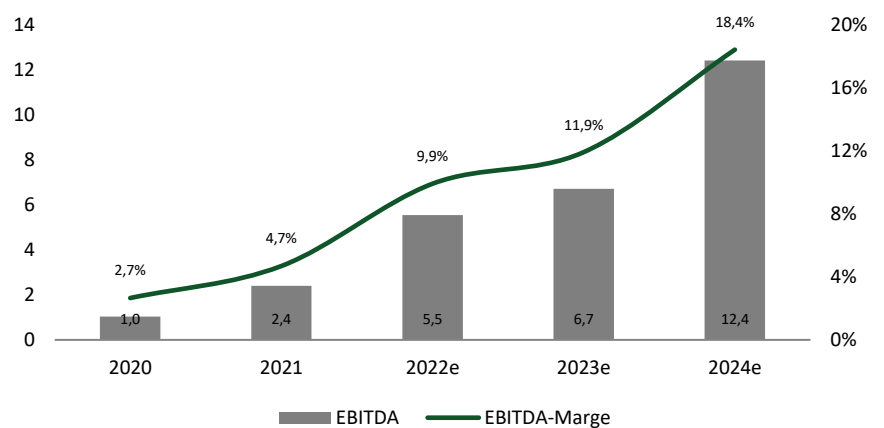
Quelle: Unternehmen

Mittelfristig deutliche Margenausweitung avisiert

Im Rahmen der jüngst veröffentlichten Finanzkennzahlen wies APONTIS ein um IPO-Kosten adjustiertes EBITDA in 2021 auf 5,9 Mio. Euro aus (EBITDA-Marge: 11,5%) und liegt damit signifikant über dem Vorjahreswert von 1,0 Mio. Euro und leicht über dem zuvor vom Vorstand prognostizierten Wert von 5,5 Mio. Euro. Die IPO-Kosten betragen laut Unternehmen 3,5 Mio. Euro, sodass das berichtete EBITDA 2,4 Mio. Euro beträgt. Das EBIT verbesserte sich auf 0,7 Mio. Euro (Vj.: -0,6 Mio. Euro) sowie der Jahresüberschuss auf -0,7 Mio. Euro (Vj.: -1,2 Mio. Euro).

Für das laufende Jahr stellt das Management ein EBITDA von 5,5 Mio. Euro in Aussicht (MONE: 5,5 Mio. Euro), was im Vergleich zu den 5,9 Mio. Euro aus 2021 eher enttäuschend wirkt. Grund hierfür sind die bereits erläuterten negativen Effekte auf Umsatzebene, die kurzfristig auch auf Ergebnisebene Spuren hinterlassen. Perspektivisch gehen wir davon aus, dass es APONTIS gelingt, sowohl den Material- als auch den Personalaufwand deutlich unterproportional zu steigern. Die nachfolgend aufgeführten Ergebnistreiber sollten einhergehend mit dem starken Erlöswachstum dazu führen, dass APONTIS das Margenniveau in Richtung einer EBITDA-Marge i.H.v. 30% verbessert (2021: 11,5%). Absolut betrachtet bedeutet dies einen überproportionalen Anstieg des Ergebnisses von 5,9 Mio. Euro in 2021 auf 12,4 Mio. Euro in 2024 (CAGR 2021-2024e: +28,1%):

EBITDA Entwicklung
(in Mio. Euro)

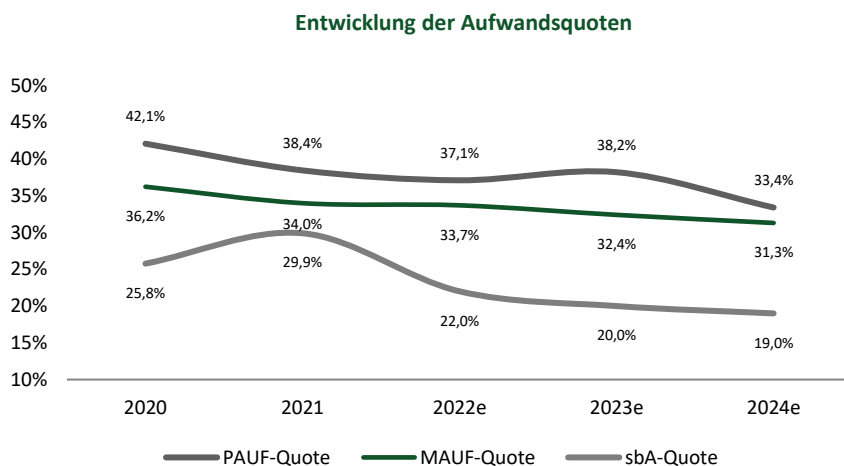


Quelle: Unternehmen

Der deutlich überproportionale Ergebnisanstieg ist dabei eine Folge aus:

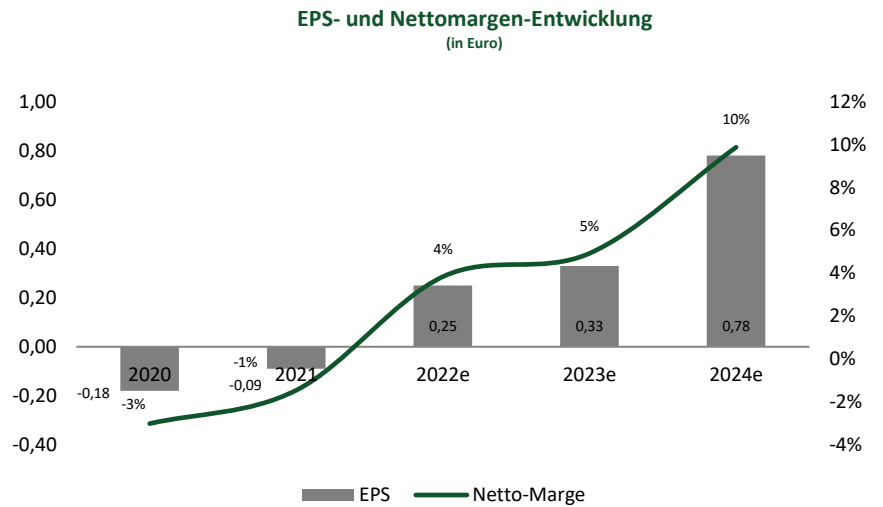
- **Verbesserungen im Produktmix:** Durch das starke Erlöswachstum im Bereich der Single Pills wird sich in den nächsten Jahren auch der Produktmix deutlich verschieben. So gehen wir davon aus, dass die Single Pills bis 2024 einen Umsatzanteil von etwa 75% ausmachen. Dies dürfte dann auch einen spürbaren Effekt auf die Profitabilität haben, da die Bruttomarge von Single Pills in der Regel bei > 75% liegt (vs. Co-Marketing ca. 55%). Insgesamt gehen wir daher von einer sukzessiven Verbesserung der Bruttomarge auf 68,7% in 2024 aus.
- **Operating Leverage der Personalkosten:** APONTIS verfügt mit rund 130 Außendienstmitarbeitern über ein großes Vertriebsteam, das ohne aufwendige und kostspielige Schulungen u.E. problemlos auch ein doppelt so großes Single Pills-Portfolio vermarkten kann. Um insbesondere den Vertrieb bei den Reha-Kliniken zu intensivieren, bedarf es einiger weniger neuer Vertriebsmitarbeiter. Wir halten daher einen Aufbau auf nur 150 bis 160 Außendienstmitarbeiter bis 2025 für ausreichend. Die Personalaufwandsquote sollte durch diesen Operating Leverage-Effekt signifikant auf 33,4% zurückgehen (2021: 38,4%).
- **Unterproportionale Steigerung der sonstigen Aufwendungen:** In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind Fahrzeugkosten des Außendienstes (1,6 Mio. Euro), Vertriebsausgaben (2,1 Mio. Euro), Marketingkosten (2,5 Mio. Euro) sowie Kosten für Zeitarbeitnehmer (1,5 Mio. Euro) enthalten. Durch eine leicht steigende Vertriebsbelegschaft sollten auch die Fahrzeug-, Marketing- und Vertriebskosten etwas zunehmen. Die EDV-Kosten dürften sich deutlich unterproportional erhöhen. Da das nur geringfügig wachsende Vertriebsteam eine sukzessiv steigende Anzahl von Single Pills deutlich effizienter vermarkten kann, halten wir eine unterproportionale Entwicklung auf eine sbA-Quote von 19,0% für realistisch (2021: 29,9%).

Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht die von uns angenommene Entwicklung der genannten Kostenpositionen:



Quelle: Unternehmen, Montega

Auch auf Ebene des Nettoergebnisses erwarten wir infolge des dynamischen Umsatzwachstums sowie der deutlichen Profitabilitätssteigerungen bis 2024 eine Verbesserung des EPS auf 0,78 Euro. Zurückzuführen ist der starke Anstieg des Nettoergebnisses zudem auf die Tilgung von Schulden. So sollen ca. 7 Mio. Euro der IPO-Einnahmen zum Schuldenabbau genutzt werden. Dies wurde bereits in den H1/21-Zahlen deutlich, wo APONTIS die Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern (Paragon) von 14,0 Mio. Euro komplett zurückführte. Dadurch spart APONTIS fortan etwa 0,8 Mio. Euro Zinsaufwendungen, da das Darlehen mit einem 6%-Zinssatz relativ teuer war.



Quelle: Unternehmen, Montega

IPO-Erlöse werden größtenteils zum Ausbau der Produktpipeline eingesetzt

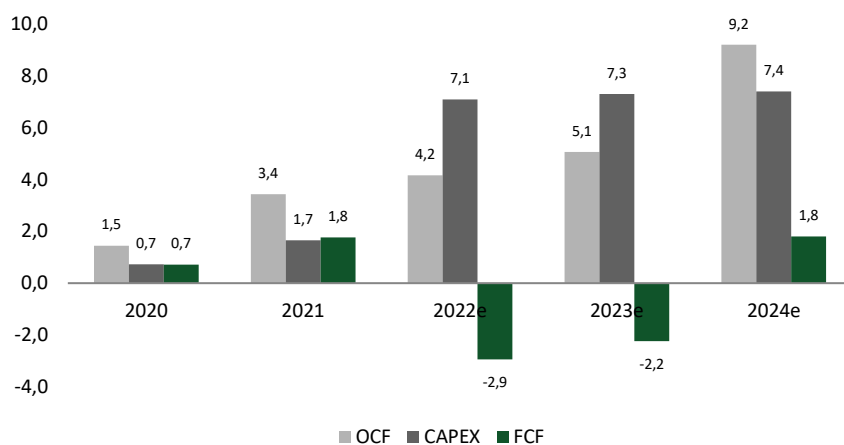
Durch den Börsengang erzielte APONTIS einen Bruttoemissionserlös von rund 38 Mio. Euro. Zur Verwendung der Mittel äußerte sich das Unternehmen bereits im IPO-Prospekt und kündigte die folgende Mittelverwendung an:

- Etwa 42,5% bzw. 16,0 Mio. Euro sollen in die Entwicklung neuer Single Pills investiert werden.
- Rund 15,0% bzw. 6,0 Mio. Euro möchte APONTIS nutzen, um die Entwicklung der kurzfristigen Produktpipeline zu beschleunigen.
- Weitere 25,0% bzw. 10,0 Mio. Euro sind für den Ausbau der Marketing- und Vertriebsaktivitäten angedacht.
- Die übrigen 17,5% bzw. 7,0 Mio. Euro sollen zur allgemeinen Unternehmensfinanzierung sowie der Rückführung des Gesellschafterdarlehens vom Großaktionär Paragon genutzt werden.

Die Rückführung des Gesellschafterdarlehens ist bereits in H1/21 erfolgt und ist von uns im Finanzierungs-Cashflow berücksichtigt. Die Investitionen in die kurz- und mittelfristige Produktpipeline haben wir in den CAPEX erfasst, da APONTIS die Entwicklungen kapitalisiert und nach dem Launch des Produktes über fünf bis zehn Jahre abschreibt. Insgesamt rechnet das Unternehmen mit 2,0 bis 3,0 Mio. Euro Entwicklungskosten pro Single Pill. Für die kurz- und mittelfristige Pipeline resultieren daraus Ausgaben i.H.v. 28,0 bis 42,0 Mio. Euro. Wir rechnen mit einem CAPEX-Volumen in 2021 bis 2026 von 40,9 Mio. Euro und haben uns damit am oberen Ende der in Aussicht gestellten Bandbreite positioniert. Da das Geschäftsmodell von APONTIS als „asset-light“ zu bezeichnen ist, machen die Produktentwicklungen mit über 95% den Großteil der CAPEX aus.

Konkret gehen wir davon aus, dass die Investitionen von 0,7 Mio. Euro in 2020 auf 7,4 Mio. Euro im Jahr 2024 deutlich steigen. Ab 2025 sollten die CAPEX der mittelfristigen Produktentwicklungen sukzessive weniger werden und sich auf einem Niveau von etwa 3 bis 4% des Umsatzes einpendeln. Der Free Cashflow wird somit in 2022 mit -2,9 Mio. Euro noch negativ sein und dann in den Folgejahren durch Vermarktungserfolge der Single Pills deutlich steigen. Die Free Cashflow-Yield verbessert sich folglich auf attraktive 9,9% in 2025.

Entwicklung OCF, CAPEX und FCF



Quelle: Unternehmen, Montega

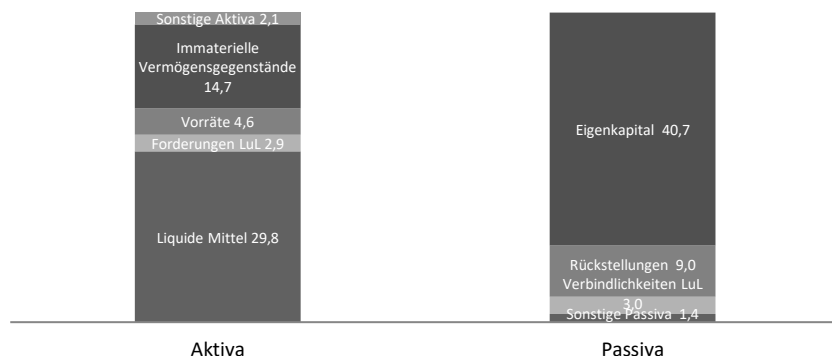
Zusätzlich zu den organischen Wachstumsplänen zieht APONTIS zunehmend auch M&A-Aktivitäten in Betracht. Diese sind aktuell weder in den kurz- bis mittelfristigen Unternehmenszielen noch in unserer Planung berücksichtigt. Denkbar wäre es jedoch, dass APONTIS z.B. bereits entwickelte Single Pills von anderen Unternehmen abkauft. Oftmals hat sich der Vertriebsfokus anderer Pharmaunternehmen geändert, sodass attraktive Kaufgelegenheiten u.E. durchaus realistisch sind.

Darüber hinaus könnte APONTIS Produkte bzw. Lizenzen von Produkten erwerben, die eine sinnvolle Ergänzung zum eigenen Portfolio wären bzw. die der Außendienst aufgrund des sehr guten Zugangs zu den Allgemeinmedizinern ohne großen Aufwand mitvertreiben könnte. Vor dem Hintergrund der u.E. sehr soliden Bilanzstruktur halten wir M&A-Aktivitäten in den nächsten Quartalen für durchaus wahrscheinlich.

Bilanzrelationen mit EK-Quote i.H.v. 75% wirkt gesund

Etwa ein Jahr nach dem IPO ist die Bilanz von APONTIS mit liquiden Mitteln i.H.v. 29,8 Mio. Euro (55% der Bilanzsumme) sowie einem Eigenkapital von 40,7 Mio. Euro (75%) noch sehr vom Börsengang geprägt.

Bilanzstruktur
(per 31.12.2021; in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Auf der Aktivseite dominieren neben den liquiden Mittel die immateriellen Vermögensgegenstände (14,7 Mio. Euro), die durch bereits entwickelte Single Pills (Lizenzrechte) bzw. deren Milestone Payments für zukünftige Produktrechte entstehen. APONTIS aktiviert die Produktentwicklungen und schreibt diese dann über fünf bis zehn Jahre linear ab. In den Vorräten (4,6 Mio. Euro) sind im wesentlichen Single Pills enthalten.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (2,9 Mio. Euro) werden in der Regel binnen zwei Wochen gezahlt.

Die Passivseite enthält neben dem Eigenkapital noch Rückstellungen (9,0 Mio. Euro), die aus Pensionsrückstellungen (2,4 Mio. Euro) und sonstigen Rückstellungen (6,6 Mio. Euro) für Rabatte, ausstehende Rechnungen und Prämien/Boni für Mitarbeiter bestehen. Alle Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (3,0 Mio. Euro) haben eine Laufzeit von etwa 40 bis 60 Tagen, sodass in Kombination mit dem deutlich kürzeren Zahlungsziel der Forderungen ein positiver Effekt auf die Working-Capital-Quote entsteht.

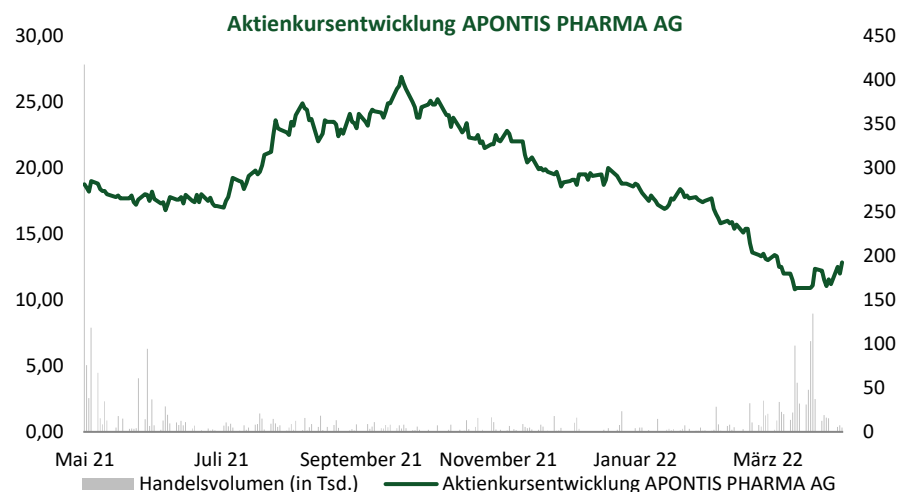
Newsflow zur Produktpipeline dürfte Aktie wieder Impulse liefern

Da APONTIS bereits Anfang März vorläufige Eckwerte für FY 2021 sowie eine Guidance für das laufende Jahr veröffentlicht hat, dürfte der Blick nun in Richtung des Weiteren Newsflows zur Produktpipeline, Fortschritte bei der Öffentlichkeitsarbeit sowie Vertragsabschlüsse im Co-Marketing gerichtet sein.

Letzteres ist – trotz der mittelfristig geringer werdenden Bedeutung – aktuell dennoch relevant, da APONTIS im Bereich Co-Marketing derzeit nur mit Novartis und AstraZeneca Vertriebsvereinbarungen unterhält und diese Ende 2022 auslaufen. Sofern es hier nicht zu Verlängerungen bzw. Neuabschlüssen kommt, würden die für 2022 avisierten Erlöse im Co-Marketing (15,8 Mio. Euro) ab 2023 entfallen. Wir halten es jedoch für ein positives Signal, dass die Zusammenarbeit mit AstraZeneca erst kürzlich bis zum Jahresende verlängert wurde. Folglich gehen wir von einer guten Zusammenarbeit aus und rechnen in den nächsten Monaten mit Erfolgsmeldungen für die Jahre 2023 ff.

In Bezug auf eine intensivere Kommunikation der Vorteile von Single Pills werten wir die Anfang März veröffentlichten Ergebnisse der „START“-Studie als besonders erfreulich. So verkündete APONTIS, dass die Erstellung der sogenannten Vollpublikation der Studie abgeschlossen ist und das Unternehmen damit nun auf Institutionen wie das Gesundheitsministerium sowie Krankenkassen zugehen kann. Für Letztere dürfte vor allem die Möglichkeit der nachhaltigen Senkung der Gesundheitskosten durch Therapien mittels Single Pills interessant sein, da sich dies am Ende auch in der Rentabilität der Krankenkassen widerspiegeln sollte.

Neuigkeiten sollte es in den nächsten Wochen zudem hinsichtlich der kurzfristigen Produktpipeline geben. Noch in Q2/22 rechnet das Management mit dem Launch von drei neuen Single Pills (AmloAator, RosuASS und Tonotec Liquid), die im laufenden Jahr bereits ca. 2,0 Mio. Euro Umsatzbeitrag leisten sollen. Auch für 2023 stellte APONTIS bereits drei konkrete neue Single Pills in Aussicht (Rosazimib in Q1/23, Caramlo HCT in Q3/23 und Caramlo Liquid in Q4/23).



Neben dem operativen Newsflow halten wir mittelfristig auch das vom Unternehmen angedachte Uplisting in den regulierten Markt für einen Katalysator. Aufgrund der dadurch steigenden Transparenz sollte auch die Wahrnehmung am Kapitalmarkt größer werden. Die im Mai auslaufenden Lockup-Fristen des Großaktionärs Paragon sehen wir aufgrund des gefallen Kursniveaus weniger kritisch. Wenngleich es sicherlich zum Geschäftsmodell der Beteiligungsgesellschaft Paragon dazugehört, sich perspektivisch von der Beteiligung an APONTIS gänzlich zu trennen, halten wir es für weniger wahrscheinlich, dass Paragon dies auf dem aktuellen Kursniveau direkt über die Börse macht.

Umsatz- und Margenpotenzial nur ansatzweise in Bewertung reflektiert

Das aktuelle Bewertungsniveau spiegelt die aussichtsreichen Perspektiven u.E. noch nicht adäquat wider. Wir haben den fairen Wert der APONTIS-Aktie anhand eines DCF-Modells hergeleitet. Unsere Modellannahmen reflektieren dabei die dynamischen Wachstumsaussichten im Single Pills-Markt sowie die durch unterproportionale Kostensteigerungen geprägten Profitabilitätsverbesserungen des Unternehmens. Unter der Annahme eines WACC i.H.v. 9,6% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von rund 26,00 Euro pro Aktie. Auf Basis des Vortagesschlusskurses impliziert dies ein attraktives Upside von 102%.

Unsere Peergroup-Analyse, die aus Unternehmen in einem vergleichbaren Marktumfeld besteht, stützt das Ergebnis unseres DCF-Modells. Die durchschnittlichen Ergebnismultiples für das Jahr 2025, indem APONTIS u.E. eine EBITDA-Marge von 24,7% erreichen sollte und damit auf gleichem Niveau zur Peergroup wäre, deuten auf einen fairen Wert zwischen 20,60 und 28,60 Euro hin.

Fazit: Hohe Unternehmensqualität und attraktive Bewertung

APONTIS hat sich durch den Börsengang finanziell gestärkt, um die aussichtsreiche Produktpipeline schnellstmöglich zur Marktreife weiterzuentwickeln. In den nächsten Jahren dürfte sich dies in dynamischem Umsatzwachstum sowie deutlich überproportionalen Ergebnisverbesserungen zeigen. Wir rechnen bereits im laufenden Jahr mit einer stärkeren Entwicklung als vom Unternehmen in Aussicht gestellt. Den deutlichen Kursrückgang der letzten Wochen (YTD: -36,4%), den wir primär auf die allgemeine Marktschwäche (CDAX YTD: -13,5%) sowie die unter den Markterwartungen liegenden Guidance zurückführen, halten wir in diesem Ausmaß für ungerechtfertigt. Das aktuelle Kursniveau stellt daher insbesondere für langfristig orientierte Investoren eine attraktive Kaufgelegenheit dar. Mit einem DCF-basierten Kursziel von 26,00 Euro empfehlen wir die APONTIS-Aktie somit zum Kauf.

SWOT

Die Stärken und Chancen von APONTIS sehen wir vor allem bei der klaren Fokussierung auf Single Pills, dem damit einhergehenden Know-How in diesem Bereich sowie der Stärke des Vertriebsteams. Auf der anderen Seite identifizieren wir Schwächen und Risiken insbesondere bei der noch geringen Marktdurchdringung von Single Pills, dem teilweise schwierigen Zugang zu den Entscheidungsträgern sowie der durchaus hohen Wettbewerbsintensität im Pharmamarkt, wo neben kleineren Wettbewerben auch sehr große und kapitalstarke Konzerne aktiv sind.

Stärken

- Durch die (frühzeitige) sehr fokussierte Ausrichtung auf Single Pills verfügt APONTIS u.E. über einen First-Mover-Vorteil und relevantes Know-How hinsichtlich des Entwicklungsprozesses neuer Produkte.
- Das Vertriebsteam von rund 130 Außendienstmitarbeitern ist ein relevantes Asset, um die Bekanntheit und den Nutzen von Single Pills zu steigern. Bisher verfügt APONTIS dadurch über einen Zugang zu rund 23.000 Ärzten in Deutschland.
- Darüber hinaus halten wir die Historie des Unternehmens für ein relevantes Erfolgskriterium im Vertrieb, da der Unternehmensname „APONTIS“ erst seit 2019 besteht und somit die Bekanntheit unter den Ärzten noch nicht sonderlich hoch sein dürfte. Deutlich bekannter ist jedoch die bereits seit 1946 am Markt aktive Schwarz Pharma Group, aus der APONTIS hervorgegangen ist.
- Aufgrund des zeitintensiven Zulassungsprozesses (3,5 bis 5 Jahre) sowie der damit verbundenen Kosten (ca. 3 Mio. Euro pro Single Pill) ist APONTIS gegen den Markteintritt kleinerer Wettbewerber geschützt.
- Da die entwickelten Single Pills über einen zehnjährigen Unterlagenschutz verfügen, ist das Unternehmen vor der Nachahmung anderer Marktteilnehmer geschützt.
- Die hohe Bruttomargen im Vertrieb von Single Pills (> 75%) führen zu einem attraktiven Cash Flow-Profil, sodass stetige Reinvestitionen in neue Produktentwicklungen möglich sind.
- Darüber hinaus ist die Betriebszugehörigkeit mit im Durchschnitt 16 Jahren auf einem guten Niveau und der Arbeitsmarkt für Vertriebsmitarbeiter im Pharmabereich nach Unternehmensangaben noch relativ robust.

Schwächen

- Derzeit besteht u.E. noch eine unzureichende Marktakzeptanz der Single Pills als praktikable Behandlungsalternative zu der traditionellen Multi-Pillen-Therapie. APONTIS muss zur Steigerung somit vorerst noch erhöhte Vertriebsaktivitäten in Kauf nehmen, wodurch die Profitabilität des Unternehmens leidet.
- Da sowohl die Produktion der Single Pills als auch die Lagerung und Logistik von externen Partnern durchgeführt wird, besteht hier eine Abhängigkeit, die bei Störungen im Prozess zu Umsatz- und Ertragsverlusten bei APONTIS führen kann.

Chancen

- Durch die aussichtsreichen Ergebnisse der „START“-Studie könnte sich die Marktdurchdringung von Single Pills deutlich beschleunigen, was sich dann auch mittelfristig in den Finanzkennzahlen von APONTIS widerspiegeln sollte.
- Die Entwicklungsschritte der mittelfristigen Produktpipeline könnten schneller abgeschlossen werden als avisiert, sodass das Unternehmen früher mit der Vermarktung beginnen kann. Da einige Produkte ein Umsatzpotenzial von 12 bis 20 Mio. Euro aufweisen, würde sich dies auch deutlich in der operativen Entwicklung zeigen.
- Aufgrund einer alternden Bevölkerung im Kernmarkt Deutschland sowie der Zunahme chronischer Erkrankungen (wie Bluthochdruck) dürfte sich sukzessive auch die Nachfrage nach Behandlungsmöglichkeiten erhöhen. Von diesem Rückenwind sollte auch APONTIS profitieren.
- Durch Entwicklungspartnerschaften wie z.B. der mit Midas Pharma zur Markteinführung einer Single Pill mit europaweiten Schutzrechten, besteht ab voraussichtlich 2026 die Möglichkeit, die Vermarktung und den Vertrieb auch über die Grenzen des Heimatmarktes Deutschland hinaus zu starten.
- Vor dem Hintergrund der soliden Bilanzstruktur (EK-Quote: 75%; Cash: ca. 30 Mio. Euro) könnte APONTIS durch M&A-Aktivitäten die Wachstumsdynamik beschleunigen. Denkbar wäre sowohl die Akquisition von bereits entwickelten Single Pills sowie von Produkten, die der Außendienst gut mitverkaufen kann.

Risiken

- Die Wettbewerbsintensität könnte sich u.a. durch Pharmaunternehmen mit deutlich größeren finanziellen Ressourcen verstärken. Zudem besteht die Möglichkeit, dass der Preisdruck auf pharmazeutische Produkte aufgrund von steigenden Gesundheitskosten zunimmt.
- Kurzfristig sehen wir ein Risiko in den anhaltenden Kontaktbeschränkungen, die dazu führen könnten, dass die Vertriebsaktivitäten und damit auch das Wachstumstempo von APONTIS ausgebremst werden.
- Durch Verzögerungen bei der Entwicklung bzw. Markteinführung neuer Produkte könnte die operative Entwicklung schwächer ausfallen als von uns antizipiert. Auf kurzfristige Sicht könnte vor allem die u.E. aktuell extrem hohe Auslastung des zuständigen Paul-Ehrlich-Instituts die Markteinführungen ausbremsen.
- Es besteht aktuell (noch) ein gewisses Klumpenrisiko, da zwei Single Pills (Tonotec und Atorimib) für über 50% des Umsatzes dieses Segments stehen. Auch im Co-Marketing sehen wir dieses Risiko, da aktuell alle Vertriebsvereinbarungen mit nur zwei Unternehmen geschlossen sind (Novartis und AstraZeneca) und vorerst auch nur bis Ende 2022 laufen.

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von APONTIS anhand eines DCF-Modells durchgeführt und zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse herangezogen. Die Annahmen des DCF-Modells und die Peergroup werden im Folgenden dargestellt.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die kurz-, mittel- und langfristigen Wachstumsperspektiven von APONTIS, die aus attraktiven Steigerungsraten im Pharmamarkt, der hohen Wettbewerbsqualität des Unternehmens sowie der starken Produktpipeline resultieren. Das mittelfristige Erlöswachstum (CAGR 2022-2028e) dürfte somit bei 18,0% liegen. Langfristig haben wir einen Rückgang der Wachstumsraten unterstellt, um die Wahrscheinlichkeit eines intensiveren Wettbewerbs zu berücksichtigen. Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% verwendet.

Durch deutliche Investitionen in den Ausbau des Produktportfolios (Σ CAPEX 2022-2024e: 28,9 Mio. Euro) sowie den nur geringfügigen Ausbau des Vertriebsteams sollte es APONTIS in den nächsten Jahren gelingen, auch die Profitabilität deutlich zu verbessern. Wir rechnen mit einer sprunghaften Steigerung der EBITDA-Marge ab FY 2022. Bis 2028 prognostizieren wir ausgehend von einem Margenniveau von 4,7% in 2021 einen Anstieg auf 26,7% (CAGR 2021-2028e: +49,7%). Die EBIT-Marge sollte bis 2028 auf 24,0% steigen. Langfristig rechnen wir mit einer durchschnittlichen EBIT-Marge von 23,0%.

Das verwendete Beta von 1,4 reflektiert einerseits das erhöhte Risikoprofil der Aktie, welches wir u.a. auf die geringe Unternehmensgröße sowie das relativ frühe Stadium der insgesamt großen Produktpipeline zurückführen. Andererseits handelt es sich beim Pharmamarkt um eine relativ stabile und weniger schwankungsanfällige Industrie, was nicht für eine dauerhaft hohe Volatilität der Aktie spricht.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 25% ergibt sich ein WACC von 9,6%.

Für die APONTIS PHARMA AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein **fairer Wert je Aktie von 26,11 Euro**.

DCF Modell								
Angaben in Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Value
Umsatz	56,0	56,3	67,4	83,5	103,5	127,1	151,3	154,4
<i>Veränderung</i>	9,4%	0,6%	19,7%	23,9%	23,9%	22,8%	19,1%	2,0%
EBIT	3,8	4,6	9,9	17,7	22,8	29,2	36,3	35,5
<i>EBIT-Marge</i>	6,7%	8,1%	14,7%	21,1%	22,0%	23,0%	24,0%	23,0%
NOPAT	2,2	2,8	6,7	12,3	15,7	20,2	25,1	24,5
Abschreibungen	1,8	2,1	2,5	3,0	3,5	3,8	4,1	4,6
<i>in % vom Umsatz</i>	3,2%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,0%	2,7%	3,0%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,0
- Investitionen	-7,1	-7,3	-7,4	-7,1	-6,9	-6,7	-6,5	-4,6
<i>Investitionsquote</i>	12,7%	13,0%	11,0%	8,5%	6,7%	5,3%	4,3%	3,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-3,1	-2,5	1,6	7,9	12,3	17,6	23,1	24,6
WACC	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Present Value	-2,9	-2,1	1,2	5,6	8,0	10,5	12,6	161,6
Kumuliert	-2,9	-5,1	-3,8	1,8	9,8	20,3	32,9	194,5

Wertermittlung (Mio. Euro)	
Total present value (Tpv)	194,5
Terminal Value	161,6
Anteil vom Tpv-Wert	83%
Verbindlichkeiten	2,4
Liquide Mittel	29,8
Eigenkapitalwert	222,0

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen		
Kurzfristiges Umsatzwachstum	2022-2025	14,2%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2022-2028	18,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2029	2,0%
EBIT-Marge	2022-2025	12,7%
EBIT-Marge	2022-2028	17,1%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2029	23,0%

Aktienzahl (Mio.)	8,50
Wert je Aktie (Euro)	26,11
+Upside / -Downside	103%
Aktienkurs (Euro)	12,85
Modellparameter	
Fremdkapitalquote	25,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)		ewiges Wachstum				
WACC		1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
10,06%	22,75	23,70	24,22	24,77	25,98	
9,81%	23,55	24,57	25,13	25,73	27,05	
9,56%	24,40	25,50	26,11	26,76	28,21	
9,31%	25,30	26,50	27,16	27,87	29,45	
9,06%	26,27	27,57	28,29	29,07	30,80	

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)		EBIT-Marge ab 2029e				
WACC		22,50%	22,75%	23,00%	23,25%	23,50%
10,06%	23,84	24,03	24,22	24,40	24,59	
9,81%	24,74	24,94	25,13	25,33	25,52	
9,56%	25,70	25,91	26,11	26,32	26,52	
9,31%	26,73	26,95	27,16	27,38	27,60	
9,06%	27,84	28,07	28,29	28,52	28,75	

Quelle: Montega

Peergoup-Analyse

Die Unternehmen unserer Peergroup unterliegen in ihrer operativen Entwicklung ähnlichen strukturellen Nachfragetreibern und sind daher allesamt in einem vergleichbaren Marktumfeld aktiv. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass alle Unternehmen bereits in einem deutlich reiferen Stadium und somit erheblich größer und profitabler sind. Wir halten einen Vergleich zur Plausibilisierung unserer DCF-Bewertung dennoch für sinnvoll, da APONTIS in wenigen Jahren ein sehr ähnliches Größenniveau aufweisen sollte.

Dermapharm Holding SE: Das Unternehmen entwickelt, produziert, lizenziert, vermarktet und verkauft Marken-Generika, rezeptfreie Medikamente, nicht verschreibungspflichtige Naturheilmittel und andere Gesundheitsprodukte. Zu den Kunden gehören sowohl pharmazeutische Großhändler, Apotheken, Krankenhäuser als auch Reformhäuser. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte das Unternehmen Erlöse von 960,1 Mio. Euro sowie eine EBITDA-Marge i.H.v. 32,5%.

Amneal Pharmaceuticals, Inc.: Das US-Unternehmen Amneal Pharmaceuticals entwickelt, lizenziert, produziert, vermarktet und vertreibt generische und pharmazeutische Produkte für verschiedene therapeutische Bereiche. Der Verkauf erfolgt über Großhändler, Distributoren, Krankenhäuser sowie Apotheken. In 2021 erreicht das Unternehmen ein Umsatzniveau i.H.v. 1,9 Mrd. Euro und eine EBITDA-Marge von 21,5%.

Hikma Pharmaceuticals PLC: Hikma Pharmaceuticals PLC hat seinen Hauptsitz in London und produziert und vermarktet eine Reihe von generischen, Marken- sowie einlizenzierten pharmazeutischen Produkten. Zu den Abnehmern gehören sowohl Kliniken als auch Apotheken bzw. Großhändler. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte das Unternehmen Erlöse von 2,4 Mrd. Mio. Euro sowie eine EBITDA-Marge i.H.v. 28,1%.

Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.: Das Unternehmen ist im Bereich der Forschung, Entwicklung, Produktion und Verkauf von pharmazeutischen (meist verschreibungspflichtigen) Produkten aktiv. Zum Produktportfolio gehören u.a. auch Medikamente gegen chronische Herz-Kreislauf-Erkrankungen. In 2021 erreicht das Unternehmen ein Umsatzniveau i.H.v. 648,7 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge von 30,5%.

Orion Oyj: Das finnische Unternehmen produziert und vermarktet weltweit Human- und Tierarzneimittel sowie pharmazeutische Wirkstoffe. Der Großteil der Produkte ist verschreibungspflichtig und u.a. zur Behandlung von chronischen Krankheiten. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte das Unternehmen Erlöse von 1,0 Mrd. Euro sowie eine EBITDA-Marge i.H.v. 27,1%.

Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A.: Das italienische Pharmaunternehmen ist zusammen mit seinen Tochtergesellschaften weltweit in der Forschung, Entwicklung, Herstellung, Vermarktung und dem Verkauf von Arzneimitteln tätig. Zum Produktportfolio gehören sowohl rezeptfreie als auch rezeptpflichtige Arzneimittel und auch Präparate gegen Herz-Kreislauf-Krankheiten. In 2021 erreicht das Unternehmen ein Umsatzniveau i.H.v. 1,6 Mrd. Euro und eine EBITDA-Marge von 37,5%.

PharmaSGP Holding SE: Die PharmaSGP Holding SE hat ihren Hauptsitz in Deutschland und stellt chemie- und rezeptfreie Arzneimittel und andere Gesundheitsprodukte her. Es bietet auch Produkte zur Behandlung chronischer Indikationen sowie altersbedingter Beschwerden an. Der Vertrieb erfolgt primär über Apotheken sowie dem Großhandel. Im Geschäftsjahr 2020 erzielte PharmaSGP Erlöse von 63,2 Mio. Euro sowie eine EBITDA-Marge i.H.v. 25,6%.

Faes Farma, S.A.: Faes Farma, S.A. ist ein spanisches Pharmaunternehmen das Produkte und Rohstoffe sowohl erforscht als auch entwickelt, produziert und vermarktet. Das Produktportfolio des Unternehmens umfasst verschreibungspflichtige Medikamente, Generika, rezeptfreie Medikamente sowie Nahrungsergänzungsmittel. In 2021 erreicht Faes Farma ein Umsatzniveau i.H.v. 428,6 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge von 26,0%.

Peergroup APONTIS PHARMA AG

Unternehmen	EV / Umsatz			KGV		
	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Dermapharm Holding SE	3,49	3,74	3,51	15,12	17,14	n.a.
Amneal Pharmaceuticals, Inc.	1,44	1,41	1,38	4,22	3,93	3,57
Hikma Pharmaceuticals PLC	1,71	1,62	n.a.	8,69	8,07	n.a.
Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	4,53	4,43	3,71	18,68	18,01	13,93
Orion Oyj	5,14	4,76	4,25	26,02	22,21	19,35
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica	5,59	5,27	4,97	22,04	20,78	18,86
PharmaSGP Holding SE	4,24	3,94	3,61	15,86	15,39	n.a.
Faes Farma, S.A.	2,56	2,46	2,46	13,44	13,82	14,33
Median	3,86	3,84	3,61	15,49	16,27	14,33
APONTIS PHARMA AG	1,45	1,21	0,98	38,94	16,47	8,92
Potenzial	166%	216%	268%	-60%	-1%	61%
Fairer Wert je Aktie	28,80	33,70	38,70	5,10	12,70	20,60

Unternehmen	EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Dermapharm Holding SE	10,73	11,57	9,11	12,38	13,95	12,64
Amneal Pharmaceuticals, Inc.	5,60	5,41	5,17	6,56	6,11	5,65
Hikma Pharmaceuticals PLC	5,88	5,51	n.a.	6,87	6,41	n.a.
Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	13,94	12,83	10,45	15,41	15,07	11,89
Orion Oyj	17,31	15,35	13,31	19,57	17,56	15,03
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica	14,76	14,01	13,23	17,43	16,17	15,24
PharmaSGP Holding SE	13,33	12,01	10,96	13,85	12,70	11,58
Faes Farma, S.A.	8,99	8,66	8,66	10,85	10,44	10,41
Median	12,03	11,79	10,45	13,12	13,33	11,89
APONTIS PHARMA AG	12,20	6,60	3,97	17,82	8,23	4,63
Potenzial	-1%	79%	164%	-26%	62%	157%
Fairer Wert je Aktie	12,70	20,40	28,60	10,30	18,80	27,90

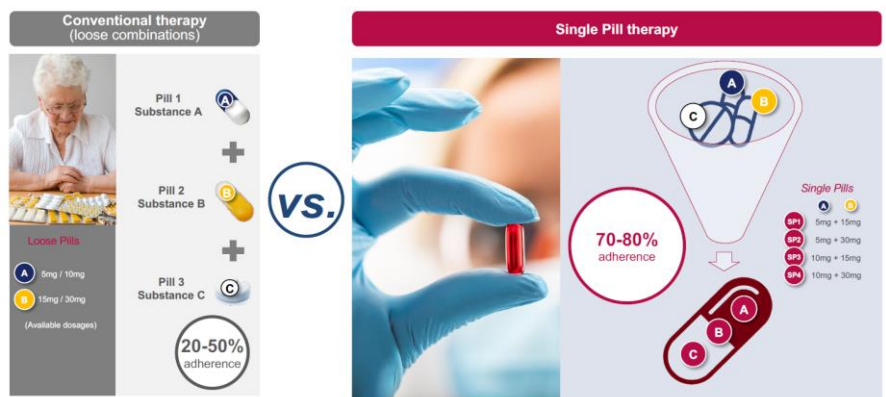
Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Mit Blick auf das Jahr 2025, in dem APONTIS u.E. eine EBITDA-Marge von 24,7% erreichen sollte und damit auf gleichem Niveau zur Peergroup wäre, weisen die Vergleichsunternehmen im Median ein EV/EBITDA von 10,5x, EV/EBIT von 11,9x sowie ein KGV von 14,3x auf. Die Multiples von APONTIS liegen hingegen bei nur 4,0x, 4,6x sowie 8,9x, sodass daraus ein fairer Wert je Aktie zwischen 20,60 und 28,60 Euro resultiert. Unser DCF-basiertes Kursziel von 26,00 Euro liegt im oberen Drittel dieser Bandbreite und wird u.E. daher plausibilisiert.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die APONTIS PHARMA AG ist ein deutsches Pharmaunternehmen, das sich auf sogenannte Single Pills spezialisiert hat. Eine Single Pill vereint zwei bis drei patentfreie Wirkstoffe in einem Kombinationspräparat. Das Geschäftsmodell von APONTIS besteht aus der Entwicklung, Vermarktung sowie dem Vertrieb von Single Pills und besteht inzwischen aus einem Portfolio von aktuell sieben Präparaten. Die Produktion, Lagerung und Logistik werden von externen Vertragspartnern durchgeführt. Der Fokus bei der Produktentwicklung liegt auf Herz-Kreislauf-Erkrankungen (primär Bluthochdruck). Der größte Vorteil der Kombinationspräparate besteht in einer signifikant höheren Therapietreue der Patienten.

Single Pill Therapie von APONTIS PHARMA AG



Quelle: Unternehmen

Neben den Single Pills vermarktet APONTIS auch eine Reihe von pharmazeutischen Produkten für verschiedene chronische Krankheiten wie Diabetes und Atemwegserkrankungen über Co-Marketing- und Co-Promotion-Vereinbarungen. Diese Vereinbarungen umfassen die Vermarktung identischer pharmazeutischer Produkte unter zwei separaten Markennamen bzw. unter dem Markennamen des Lizenzinhabers. Bei diesen Produkten handelt es sich um neuartige, patentgeschützte Produkte großer Pharmaunternehmen wie Novartis oder AstraZeneca.

Key Facts

Ticker	APPH	Umsatz	51,2 Mio. Euro
Sektor	Pharma	adj. EBITDA	5,9 Mio. Euro
Mitarbeiter	176	EBITDA-Marge	11,5%
Kernkompetenz	Entwicklung, Vermarktung und Vertrieb von von Single Pills		
Standorte	Monheim am Rhein (NRW)		
Kundenstruktur	Breiter Kundenstamm aus rund 23.000 Ärzten (Allgemeinmediziner) in Deutschland		

Quelle: Unternehmen

Stand: Geschäftsjahr 2021

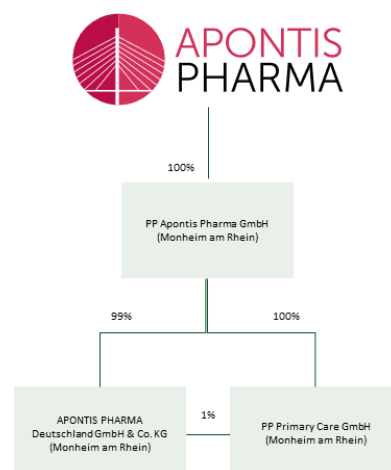
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 1946** Gründung der Schwarz Pharma Group als ein weltweit aktives Pharmaunternehmen mit Schwerpunkt im Bereich der Herz-Kreislauf-Erkrankungen
- 1995** Gründung der Schwarz Pharma Deutschland GmbH
- 2006** Das belgische Pharmaunternehmen UCB S.A. übernimmt Schwarz Pharma
Gründung des Geschäftsbereichs „UCB Innere Medizin“, um den Fokus auf den Bereich „Allgemeinmedizin“ auf dem deutschen Markt zu lenken
- 2009** Start der Vermarktung von Jalra und Icandra (Co-Marketing)
- 2013** Launch der Single Pill Tonotec
- 2015** Markteinführung der Single Pill Caramlo
- 2016** Beginn des Vertriebs von Ulunar (Co-Marketing)
- 2017** Vermarktungsbeginn der Single Pills Biramlo und Iltria
- 2018** Das Private Equity-Unternehmen Paragon Partners erwirbt den Geschäftsbereich „UCB Innere Medizin“ und führt diesen als eigenständiges Unternehmen fort
- 2019** Umbenennung der UCB Innere Medizin in APONTIS PHARMA GmbH & Co. KG
Markteinführung der Single Pills Tonotec HCT, LosAmlo und Atorimib
- 2021** Börsengang an der Frankfurter Wertpapierbörse
APONTIS PHARMA und Midas Pharma geben Entwicklungspartnerschaft zur Markteinführung einer Single Pill mit europaweitern Schutzrechten bekannt
Thomas Zimmermann erweitert den Vorstand als CFO
- 2022** Vertriebskooperation mit AstraZeneca wird ausgeweitet

Organisationsstruktur

Der Hauptsitz von APONTIS ist in Monheim am Rhein (NRW). Zum Konsolidierungskreis gehören neben der Holdinggesellschaft noch drei weitere Tochtergesellschaften, die alle vollkonsolidiert werden. Insgesamt beschäftigt APONTIS 176 Mitarbeiter (per Ende FY 2021), wovon mit rund 130 der Großteil im Vertrieb/Außendienst tätig ist.

Organisationsstruktur der APONTIS PHARMA AG



Quelle: Unternehmen

Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung

APONTIS berichtet auf Konzernebene die Umsatzentwicklung für die Bereiche Single Pills, Eigene Marken (ohne Single Pills) sowie Co-Marketing. Alle Erlöse werden dabei in vollem Umfang im Inland erzielt.

Single Pills: Das Single Pills-Portfolio machte im Geschäftsjahr 2021 mit 31,5 Mio. Euro bzw. 61,5% den Großteil der Gesamterlöse aus. Da der Geschäftsbereich der Single Pills im Fokus der Unternehmensstrategie liegt, dürfte der Umsatzanteil dieses Bereichs in den kommenden Jahren weiter zunehmen. Im Portfolio der Single Pills befanden sich aktuell die folgenden Präparate:

Name	Potenzial (geschätzte geeignete Patienten)	Umsatz 2021p	Mittelfristiges Umsatzpotenzial	Bruttomarge 2021p	Eigenschaften
Biramlo	670.000	1,7 Mio. Euro (+1% yoy)	3,7 Mio. Euro	71%	- behandelt Bluthochdruck - besteht aus den Wirkstoffen Bisoprolol und Amlodipine - wurde in 2016 im Rahmen einer Lizenz- und Liefervereinbarung mit dem ungarischen Unternehmen Egis eingeführt - APONTIS PHARMA ist Eigentümer des Produkts
Caramlo	1.267.000	5,4 Mio. Euro (+60% yoy)	6,4 Mio. Euro	67%	- behandelt Bluthochdruck - besteht aus den Wirkstoffen Candesartan und Amlodipin - wurde in 2015 im Rahmen einer Co-Vertriebsvereinbarung mit dem tschechischen Unternehmen Zentiva eingeführt - APONTIS PHARMA hat die exklusive Vertriebs- und Werberechte für Deutschland
LosAmlo	70.000	0,8 Mio. Euro (+82% yoy)	2,5 Mio. Euro	62%	- behandelt Bluthochdruck - besteht aus den Wirkstoffen Losartan und Amlodipin - wurde in 2019 im Rahmen einer Liefervereinbarung mit dem slowenischen Unternehmen Krka eingeführt - APONTIS PHARMA wurden exklusive Vertriebs- und Promotionsrechte für Deutschland eingeräumt
Tonotec	1.647.000	6,0 Mio. Euro (+11% yoy)	8,5 Mio. Euro	89%	- behandelt Bluthochdruck - besteht aus den Wirkstoffen Ramipril und Amlodipin - wurde in 2013 im Rahmen einer Lizenz- und Liefervereinbarung mit dem ungarischen Unternehmen Egis eingeführt - APONTIS PHARMA ist Eigentümer dieses Produkts
Tonotec HTC	224.000	1,5 Mio. Euro (+74% yoy)	3,8 Mio. Euro	74%	- behandelt Bluthochdruck - besteht aus den Wirkstoffen Ramipril, Amlodipin und HCT - wurde in 2019 im Rahmen einer Lizenz- und Liefervereinbarung mit dem deutschen Unternehmen Midas eingeführt - APONTIS PHARMA ist Eigentümer dieses Produkts
Iltria	473.000	1,5 Mio. Euro (+16% yoy)	3,3 Mio. Euro	72%	- dient als Sekundärprophylaxe kardiovaskulärer Ereignisse - besteht aus den Wirkstoffen Ramipril, Atorvastatin und Acetylsalicylsäure - wurde in 2017 im Rahmen einer Lizenz- und Vertriebsvereinbarung mit dem spanischen Unternehmen Ferrer eingeführt - APONTIS PHARMA wurden exklusive Vertriebs- und Promotionsrechte für Deutschland eingeräumt
Atorimib	210.000	14,4 Mio. Euro (+153% yoy)	14,7 Mio. Euro	75%	- behandelt Hypercholesterinämie - besteht aus den Wirkstoffen Atorvastatin und Ezetimib - wurde in 2019 im Rahmen einer Lizenz- und Liefervereinbarung mit dem deutschen Unternehmen Midas eingeführt - APONTIS PHARMA ist Eigentümer dieses Produkts

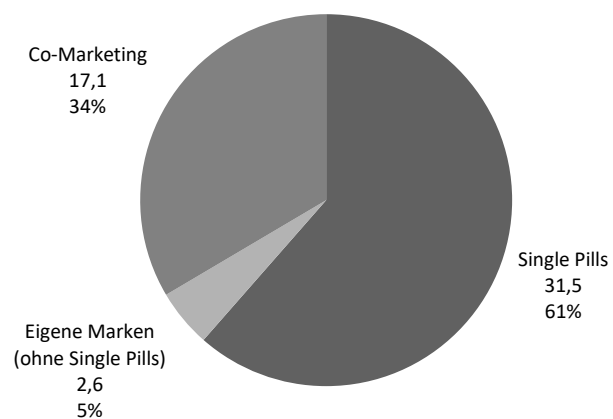
Quelle: Unternehmen

Eigene Marken (ohne Single Pills): Neben den Single Pills-Produkten verfügt APONTIS zudem über ein breit diversifiziertes Portfolio an anderen Medikamenten. Mit diesen erwirtschaftete APONTIS in FY 2021 Erlöse i.H.v. 2,6 Mio. Euro bzw. 5,0% vom Gesamtumsatz. Hierzu zählen Präparate gegen Herz-Kreislauf-Erkrankungen (dehydro sanol tri, diucomb sowie diucomb mild), Frauengesundheit (agnus sanol, morea sanol, ladonna sanol, onefra sanol, previva sanol) sowie Codicaps mono (Reizhusten), magno sanol, magno sanol uno (Magnesiumangel) sowie Obstinol (Abführmittel).

Co-Marketing: In diesem Geschäftsbereich geht APONTIS mit in der Regel großen Pharmaunternehmen wie Novartis oder AstraZeneca Vereinbarung ein, um spezielle Produkte der Pharmaunternehmen zu vermarkten. Da es sich hierbei größtenteils um Präparate gegen Atemwegserkrankungen und Diabetes handelt, bilden diese eine sinnvolle Ergänzung zum bereits bestehenden Produktportfolio von APONTIS. Zudem sind die potenziellen Abnehmer der Co-Marketing-Produkte – in der Regel Allgemeinmediziner – identisch zu denen für Single Pills.

Aktuell bestehen zwei Co-Marketing-Vereinbarung mit Novartis Pharma für die Produkte Jalra und Icantara, die beide voraussichtlich im September 2022 zum Zeitpunkt des Ablaufs des Patents dieser Produkte enden. Darüber hinaus ist APONTIS im März 2021 mit der AstraZeneca GmbH eine Vereinbarung zur Vermarktung von Trixeo eingegangen. Diese hat eine Laufzeit bis Ende 2022. Im März 2022 wurde die strategische Vertriebskooperation nochmals ausgeweitet. Der Bereich Co-Marketing steuerte in 2021 einen Umsatz von 17,1 Mio. Euro bzw. 33,5% zum Gesamtumsatz bei.

Umsätze nach Geschäftsbereichen FY 2021
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Vertriebsstruktur

APONTIS stellt die Medikamente aus dem Portfolio nicht selbst her. Folglich liegt der Fokus der Geschäftsaktivitäten auf einem erfolgreichen Marketing- und Vertriebskonzept. Eckpfeiler dieses Ansatzes liegt in den direkten Beziehungen zu Ärzten, da diese als wichtige Entscheidungsträger die Single Pills an ihre Patienten verschreiben können. Insgesamt sind bei APONTIS rund 130 Vertriebsmitarbeiter aktiv (73% der gesamten Konzernbelegschaft), um die Produktpalette bei rund 23.000 Ärzten in der DACH-Region vertreiben zu können. Im Geschäftsjahr 2020 haben die Außendienstmitarbeiter, trotz der durch die COVID-19-Pandemie verursachten Restriktionen, circa 138.000 persönliche Treffen mit Ärzten durchgeführt und insgesamt 47 Fortbildungsveranstaltungen durchgeführt (2019: rund 200.000 bzw. 120).

Management

Das operative Geschäft wird vom CEO Karlheinz Gast, CPO Thomas Milz und CFO Thomas Zimmermann geleitet.



Karlheinz Gast wurde 2018 in den Vorstand der APONTIS berufen, nachdem er bereits seit 1997 bei der Schwarz Pharma Deutschland GmbH tätig war. Von 1997 bis 2008 bekleidete Herr Gast die Position des Vertriebsleiters. Anschließend arbeitet der studierte Physiker zwischen 2008 und 2010 als Senior Director des Geschäftsbereichs Innere Medizin und von 2010 bis 2016 als Geschäftsführer dieses Bereichs. Vor seiner Karriere bei Schwarz Pharma bzw. APONTIS durchlief Herr Gast verschiedene Position mit Leitungsfunktion bei u.a. Asta Medica. Heute verantwortet Herr Gast den Bereich Strategie, Marketing & Sales, HR und Investor Relations.



Thomas Milz ist im Vorstand für die Bereiche Business Development, Market Access, Medical and Regulatory Affairs sowie Produktentwicklung verantwortlich. Innerhalb der Schwarz Pharma Gruppe ist Herr Milz schon seit 1991 tätig. Von 1993 bis 1996 war der studierte Betriebswirt als Produktmanager aktiv. Anschließend als Head of Product Management sowie Head of Marketing. Ab 2007 übernahm Herr Milz die Position Director of Strategic Projects & Market Access für Deutschland sowie zeitweise auch Österreich, Schweiz, Tschechien, Slowakei und Ungarn.

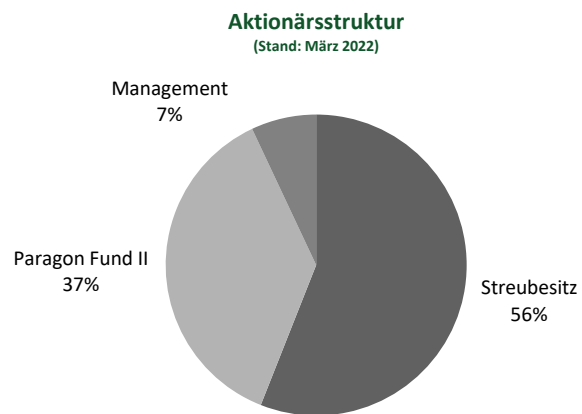


Thomas Zimmermann bekleidet seit Januar 2022 das Amt des Chief Financial Officer und verantwortet die Bereich Finanzen, Supply Chain und IT. Herr Zimmermann ist seit rund 25 Jahren in verantwortungsvollen Positionen mit Schwerpunkt Finanzen in der Pharmabranche aktiv. Vor seinem Start bei APONTIS war der Diplom-Kaufmann beim Schweizer Pharmaunternehmen Galderma als Finance Director für Deutschland und Österreich zuständig. Seine Karriere begann Herr Zimmermann als Wirtschaftsprüfer und Steuerberater bei Ernst & Young.

Aktionärsstruktur

Die APONTIS PHARMA AG hat 8.500.000 auf den Inhaber lautende Stammaktien ausgegeben und ist im Marktsegment Scale (Freiverkehr) gelistet.

Die Aktionärsstruktur ist im Wesentlichen von den noch vorhandenen Anteilen des Großaktionärs Paragon Partners (Private Equity-Unternehmen) i.H.v. 37% geprägt. Darüber hinaus hält das Management noch insgesamt rund 7% am Unternehmen. Die übrigen 56% befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) APONTIS PHARMA AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	39,2	51,2	56,0	56,3	67,4
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	39,2	51,2	56,0	56,3	67,4
Materialaufwand	14,2	17,4	18,9	18,2	21,1
Rohhertrag	25,0	33,8	37,1	38,1	46,3
Personalaufwendungen	16,5	19,7	20,8	21,5	22,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,1	15,3	12,3	11,3	12,8
Sonstige betriebliche Erträge	2,6	3,6	1,5	1,4	1,4
EBITDA	1,0	2,4	5,5	6,7	12,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITA	1,0	2,4	5,5	6,7	12,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,6	1,7	1,8	2,1	2,4
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,6	0,7	3,8	4,6	9,9
Finanzergebnis	-0,9	-0,4	0,0	0,0	0,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-1,5	0,2	3,8	4,6	9,9
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-1,5	0,2	3,8	4,6	9,9
EE-Steuern	-0,3	1,0	1,6	1,8	3,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-1,2	-0,7	2,2	2,8	6,7
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-1,2	-0,7	2,2	2,8	6,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-1,2	-0,7	2,2	2,8	6,7

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) APONTIS PHARMA AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	36,2%	34,0%	33,7%	32,4%	31,3%
Rohhertrag	63,8%	66,0%	66,3%	67,6%	68,7%
Personalaufwendungen	42,1%	38,4%	37,1%	38,2%	33,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	25,8%	29,9%	22,0%	20,0%	19,0%
Sonstige betriebliche Erträge	6,7%	7,0%	2,7%	2,5%	2,1%
EBITDA	2,7%	4,7%	9,9%	11,9%	18,4%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBITA	2,6%	4,6%	9,8%	11,8%	18,3%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,1%	3,4%	3,2%	3,7%	3,6%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	-1,6%	1,3%	6,7%	8,1%	14,7%
Finanzergebnis	-2,2%	-0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-3,8%	0,5%	6,7%	8,1%	14,7%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-3,8%	0,5%	6,7%	8,1%	14,7%
EE-Steuern	-0,8%	1,9%	2,9%	3,2%	4,9%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-3,0%	-1,5%	3,8%	4,9%	9,9%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-3,0%	-1,5%	3,8%	4,9%	9,9%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	-3,0%	-1,5%	3,8%	4,9%	9,9%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) APONTIS PHARMA AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	14,8	14,7	19,9	25,0	29,9
Sachanlagen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
Finanzanlagen	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Anlagevermögen	15,5	15,5	20,8	26,0	30,9
Vorräte	2,9	4,6	4,9	5,1	5,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,2	2,9	3,1	3,4	3,9
Liquide Mittel	8,1	29,8	26,9	24,7	26,5
Sonstige Vermögensgegenstände	2,0	1,3	1,4	1,5	1,6
Umlaufvermögen	14,2	38,6	36,3	34,7	37,3
Bilanzsumme	29,7	54,1	57,1	60,6	68,3
PASSIVA					
Eigenkapital	3,5	40,7	42,9	45,6	52,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	7,1	9,0	9,4	9,9	10,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	14,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,3	3,0	3,4	3,7	4,2
Sonstige Verbindlichkeiten	1,9	1,4	1,4	1,4	1,4
Verbindlichkeiten	26,2	13,4	14,2	15,0	16,0
Bilanzsumme	29,7	54,1	57,1	60,6	68,3

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) APONTIS PHARMA AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	49,7%	27,2%	34,9%	41,3%	43,8%
Sachanlagen	0,1%	0,0%	0,2%	0,3%	0,3%
Finanzanlagen	2,2%	1,4%	1,4%	1,3%	1,1%
Anlagevermögen	52,0%	28,6%	36,4%	42,9%	45,3%
Vorräte	9,8%	8,5%	8,6%	8,4%	7,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,1%	5,4%	5,4%	5,6%	5,7%
Liquide Mittel	27,1%	55,2%	47,1%	40,7%	38,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	6,8%	2,4%	2,5%	2,5%	2,3%
Umlaufvermögen	47,9%	71,4%	63,6%	57,2%	54,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	11,6%	75,3%	75,1%	75,3%	76,6%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	23,9%	16,6%	16,5%	16,3%	15,2%
Zinstragende Verbindlichkeiten	47,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	11,0%	5,5%	6,0%	6,1%	6,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	6,3%	2,6%	2,5%	2,4%	2,1%
Verbindlichkeiten	88,3%	24,8%	25,0%	24,8%	23,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

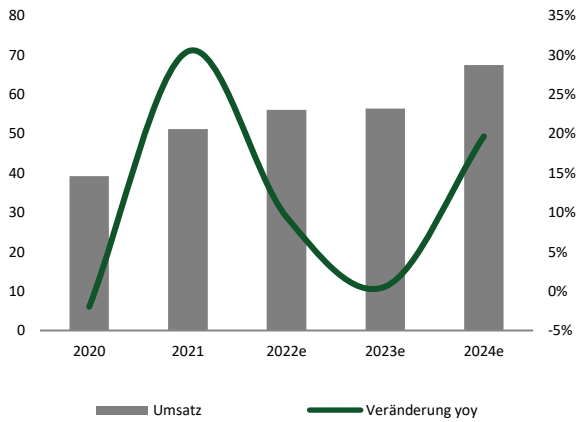
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) APONTIS PHARMA AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,2	-0,7	2,2	2,8	6,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,6	1,7	1,8	2,1	2,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,1	1,4	0,1	0,1	0,1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,3	4,9	0,2	0,2	0,3
Cash Flow	-0,3	7,4	4,2	5,3	9,5
Veränderung Working Capital	1,8	-3,9	-0,1	-0,2	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,5	3,4	4,2	5,1	9,2
CAPEX	-0,7	-1,7	-7,1	-7,3	-7,4
Sonstiges	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,8	-1,8	-7,1	-7,3	-7,4
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-12,3	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	32,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	20,1	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	0,7	21,8	-2,9	-2,2	1,8
Endbestand liquide Mittel	8,1	29,8	26,9	24,7	26,5

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

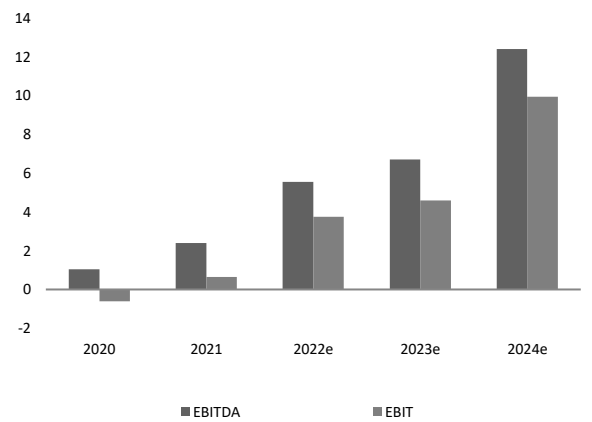
Kennzahlen APONTIS PHARMA AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ertragsmargen					
Rohertragsmarge (%)	63,8%	66,0%	66,3%	67,6%	68,7%
EBITDA-Marge (%)	2,7%	4,7%	9,9%	11,9%	18,4%
EBIT-Marge (%)	-1,6%	1,3%	6,7%	8,1%	14,7%
EBT-Marge (%)	-3,8%	0,5%	6,7%	8,1%	14,7%
Netto-Umsatzrendite (%)	-3,0%	-1,5%	3,8%	4,9%	9,9%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	-5,1%	5,2%	23,6%	21,8%	38,0%
ROE (%)	-25,5%	-21,5%	5,3%	6,5%	14,6%
ROA (%)	-4,0%	-1,4%	3,8%	4,6%	9,7%
Solvenz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	8,2	-27,4	-24,4	-22,0	-23,7
Net Debt / EBITDA	7,9	-11,4	-4,4	-3,3	-1,9
Net Gearing (Net Debt/EK)	2,4	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	0,7	1,8	-2,9	-2,2	1,8
Capex / Umsatz (%)	2%	3%	13%	13%	11%
Working Capital / Umsatz (%)	4%	5%	8%	8%	7%
Bewertung					
EV/Umsatz	2,1	1,6	1,5	1,5	1,2
EV/EBITDA	78,6	34,1	14,8	12,2	6,6
EV/EBIT	-	125,7	21,8	17,8	8,2
EV/FCF	113,4	46,1	-	-	45,3
KGV	-	-	51,4	38,9	16,5
KBV	31,6	2,7	2,5	2,4	2,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

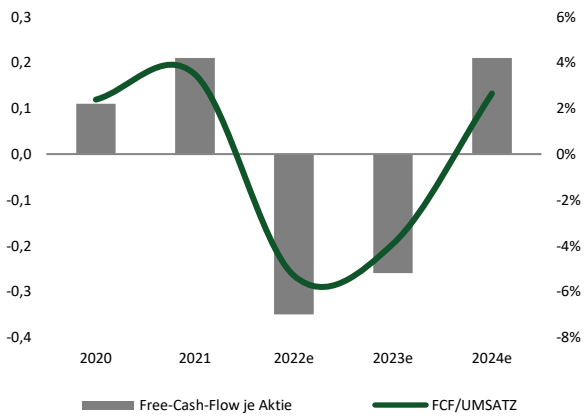
Umsatzentwicklung



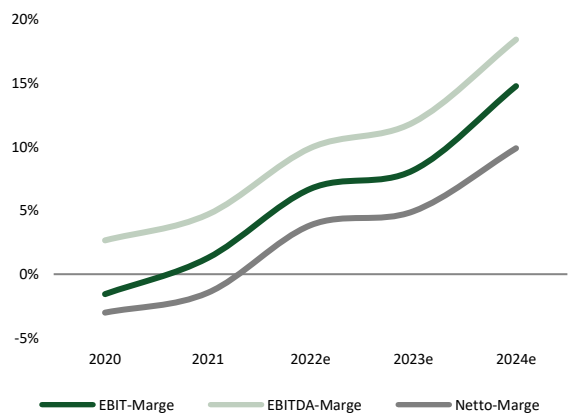
Ergebnisentwicklung



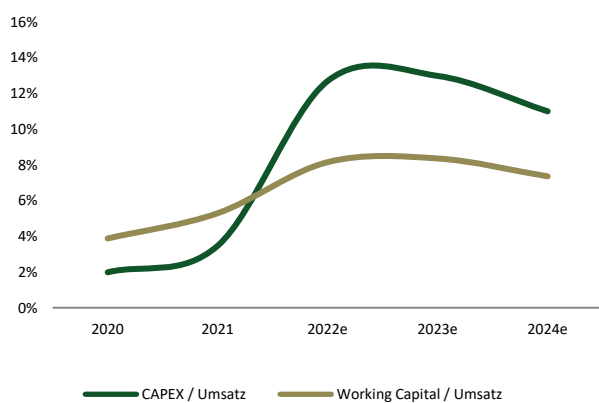
Free-Cash-Flow Entwicklung



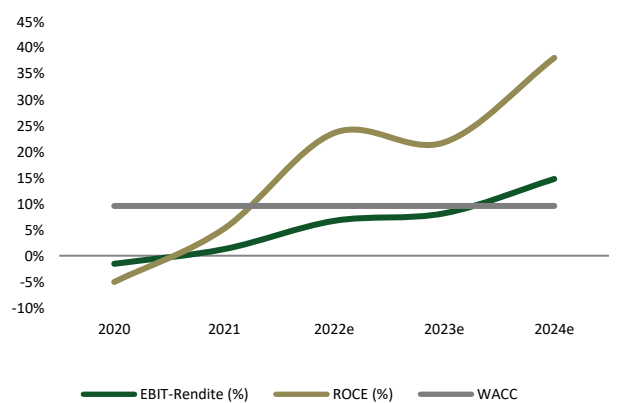
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 19.04.2022): Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Informationsquellen: Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 19.04.2022): Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn

und

Marie-Curie-Str. 24-28
60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10

20095 Hamburg

www.montega.de

Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	19.04.2022	12,85	26,00	+102%
