

amalphi

Reuters: AMLP.F

Bloomberg: AMI:GF

Weiterer Schritt der medondo-Übernahme geschafft

In den vergangenen zwölf Monaten haben sich die amalphi-Aktien deutlich besser entwickelt als der DAX (+30,9% vs. 2,1%). Wir führen dies auf die angekündigte Übernahme von medondo zurück, die wir für amalphi als wertsteigernd einstufen. Wir bestätigen unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 5,70 je Aktie (Base-Case-Szenario) und unser Buy-Rating für die Aktien der amalphi AG.

Heute hat amalphi bekannt gegeben, dass die Barkapitalerhöhung von rund 1,7 Mio. neuen Aktien zum Kurs von EUR 2,50 je Aktie vollständig und zum Großteil bei bislang nicht an amalphi beteiligten Investoren platziert wurde. Mit dem Bruttoemissionserlös von EUR 4,2 Mio. sollen insbesondere die Produktent- und -weiterentwicklung der cloud-basierten medondo-Abrechnungssoftware und der anschließende Markteintritt finanziert werden. Mit Eintragung der Kapitalerhöhung wird das Grundkapital von EUR 4,3 auf EUR 6,0 Mio. ansteigen.

Die endgültige Übernahme der medondo AG soll zeitnah durch eine weitere Kapitalerhöhung von 4,4 Mio. Stück Aktien und die Einbringung der Gesellschaftsanteile im Zuge einer Sacheinlage vollzogen werden. Auf Basis eines fixierten Kaufpreises von EUR 2,50 je Aktie wird medondo mit einer Bewertung von EUR 11,0 Mio. übernommen. Bezogen auf die von uns für medondo erwarteten Finanzkennzahlen entspricht dies einem EV/Umsatz- bzw. EV/EBITDA-Kaufpreismultiple 2023e von 0,80x bzw. 3,1x – deutlich unter den vergleichbaren Bewertungskennzahlen der Peergroup:

TABELLE 1: PEERGROUP-MULTIPLES

	EV/Umsatz		EV/EBITDA	
	2023e	2024e	2023e	2024e
Cerner	3,32x	3,04x	9,5x	8,7x
NextGen Healthcare	1,40x	1,19x	7,2x	6,7x
Allscripts Healthcare	1,21x	1,13x	5,9x	5,8x
Computer Programs	1,46x	1,32x	6,7x	6,0x
HealthStream	1,88x	1,73x	12,9x	11,8x
Median	1,46x	1,32x	7,2x	6,7x

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Sofern im Jahr 2023e bestimmte Umsatzziele erreicht werden, wird den aktuellen medondo-Gesellschaftern aus dem bedingten Kapital im Jahr 2024e überdies eine Wandelanleihe ausgegeben. Insgesamt kann sich die Anzahl ausstehender amalphi-Aktien auf bis zu 20,1 Mio. Stück von 3,3 Mio. Stück vor der Kapitalerhöhung erhöhen.

Rating: Buy **Risiko:** Sehr hoch
Kurs: EUR 2,88
Kursziel: EUR 5,70 (unverändert)

WKN / ISIN: DE0008131350 / 813135

Indizes: -

Transparenzlevel: Open Market (Basic Board)

Gewichtete Anzahl Aktien: 10,4 Mio. (nach Kapitalerhöhung)

Marktkapitalisierung: EUR 30,0 Mio. (nach Kapitalerhöhung)

Handelsvolumen/Tag: ~3.000 Stück

Jahresabschluss 2020: Voraussichtlich April 2021

EUR Mio. (31/12)	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	2,4	4,2	6,8	10,6
EBITDA	-0,5	-2,6	-1,7	0,5
EBIT	-0,5	-2,9	-2,1	0,1
EBT	-0,6	-3,0	-2,1	0,0
EAT	-0,6	-3,0	-2,1	0,0

% der Umsätze	2019	2020e	2021e	2022e
EBITDA	-20%	-62%	-25%	5%
EBIT	-20%	-69%	-31%	1%
EBT	-24%	-71%	-32%	0%
EAT	-24%	-71%	-32%	0%

Je Aktie (EUR)	2019	2020e	2021e	2022e
EPS	-0,17	-0,29	-0,21	0,00
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,00	1,46	1,47	1,46
Cashflow	-0,04	-0,19	-0,08	0,11

%	2019	2020e	2021e	2022e
EK-Quote	0%	76%	66%	62%
Gearing	n/a	-22%	-7%	-3%

x	2019	2020e	2021e	2022e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	4,94	6,31	4,27	2,79
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	n/a	2,0	2,0	2,0

EUR Mio.	2020e	2021e	2022e
Guidance: Umsatz	2,7	n/a	n/a
Guidance: EBIT	↘	n/a	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

In den vergangenen zwölf Monaten haben sich die amalphi-Aktien deutlich besser entwickelt als der DAX (+30,9% vs. 2,1%). Wir bestätigen unser aus einem DCF-Entity-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 5,70 je Aktie. Angesichts eines von uns erwarteten Kurssteigerungspotenzials von 97,9% bekräftigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der amalphi AG.

Unser Hauptbewertungsverfahren für amalphi ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Das Geschäftsmodell von amalphi ist wenig kapitalintensiv: Abgesehen von den M&A-Aktivitäten ist der Kapitalbedarf in Sachanlagen vernachlässigbar, das Working Capital stagniert auf niedrigem Niveau. Die Finanzierung des weiteren Wachstums ist daher nicht mit hohen Nettoinvestitionen verbunden. Daraus lässt sich eine grundsätzlich hohe Cash Conversion Rate ableiten. In Verbindung mit dem von uns unterstellten, übernahmebasierten Wachstumsszenario sehen wir in einem langfristig angelegten standardisierten dreiphasigen DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien von amalphi (Primärmethode).

TABELLE 2: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

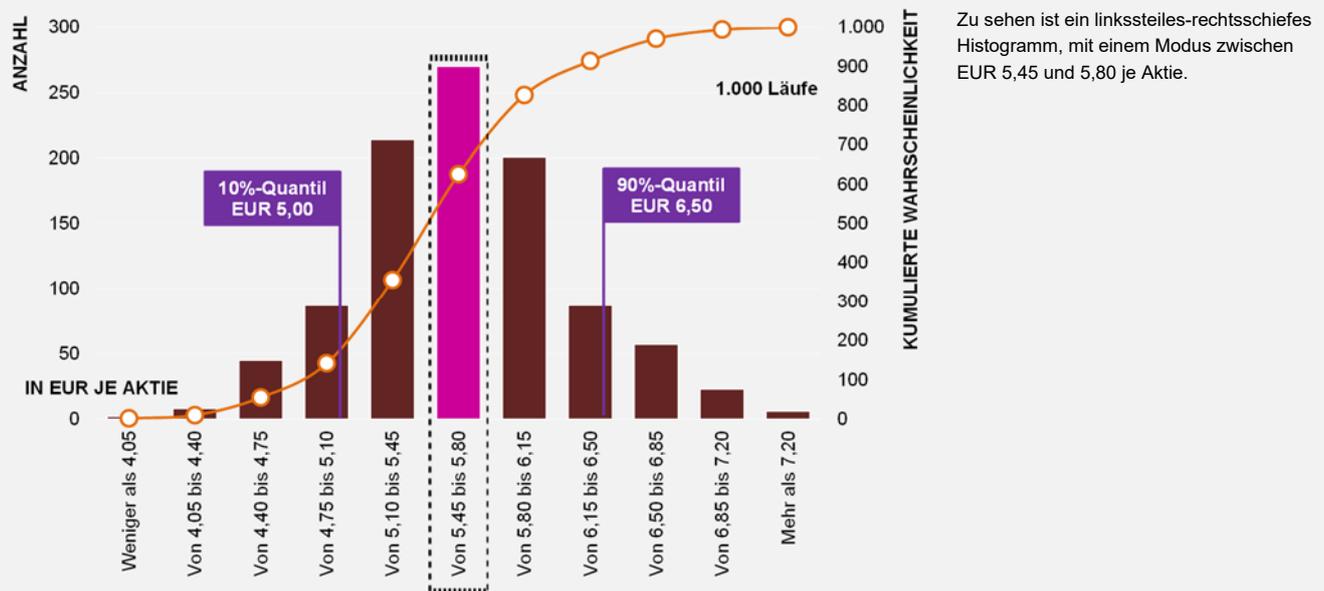
			Kommentar
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	3,6%	Synthetisches BB+ Rating mit 10% PD und Default Spread 320 bps
Terminal Cost of Capital	%	5,1%	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	35,9	Nach dem Jahr 2034e
in % des Enterprise Value	%	63,8%	
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	-6,6	Für die Jahre 2020e-25e
in % des Enterprise Value	%	-11,7%	
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	27,0	Für die Jahre 2026e-33e
in % des Enterprise Value	%	48,0%	
Enterprise Value	EUR Mio.	56,3	
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-1,5	Zum 31.12.2020e (nach Kapitalerhöhung)
Liquidität	EUR Mio.	4,9	Zum 31.12.2020e (nach Kapitalerhöhung)
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	59,7	
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	10,4	Anzahl Aktien nach Kapitalerhöhung
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	5,70	Kursziel auf Sicht von 24 Monaten

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 1 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Dabei zeigt sich, dass Werte des Eigenkapitals von unter EUR 42,2 Mio. bzw. über EUR 78,7 Mio. bzw. von unter EUR 4,05 und über EUR 7,55 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können. Das 10%-Quantil liegt bei EUR 5,00 je Aktie, das 90%-Quantil bei EUR 6,50 je Aktie.

ABBILDUNG 1: HISTOGRAMM DER MONTE CARLO-SIMULATION



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) wären die amalphi-Aktien mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 3: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER AMALPHI-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
KGV	X	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	X	6,3x	4,3x	2,8x	n/a	8,6x	5,6x
EV/EBIT	X	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	X	2,0x	2,0x	2,0x	3,9x	3,9x	3,9x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

Risiken zur Erreichung unseres Kurszieles

Risiken für unser Anlageurteil und Kursziel bzw. mögliche Schwächen aus dem Geschäftsmodell ergeben sich aus den folgenden Punkten:

- Ⓢ Seit dem Börsengang Mitte 2011 hat amalphi erhebliche **operative Verluste** angesammelt, wodurch die Reputation des Unternehmens am Kapitalmarkt gelitten hat.
- Ⓢ Das Übernahmeziel medondo befindet sich noch am Beginn der Vermarktungsaktivitäten. Zwar ist aus unserer Sicht unbestritten, dass ein erheblicher Bedarf nach

Praxissoftwarelösungen besteht, doch können sich bei der angestrebten Marktdurchdringung **Verzögerungen** einstellen.

- Ⓢ Durch die Übernahme von medondo kommt es zu einer Verlagerung der Geschäftsschwerpunkte mit entsprechenden **Risiken für die Erreichung unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen**.
- Ⓢ Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen im Vorstand (**Key-Man-Risk**).

Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von amalphi in den kommenden Monaten sehen wir:

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

- Ⓢ Aussagen über anhaltende **Verbesserungen der Ertragsentwicklung** im Gefolge der durchgeführten Kostensenkungsmaßnahmen;
- Ⓢ Meldungen über die erfolgreiche **Integration von medondo**;
- Ⓢ Meldungen über eine weitere **Ausdehnung der Produktpalette**.

In den kommenden Jahren wird amalphi nach einer erfolgreichen Übernahme und Integration von medondo das Geschäftsmodell sukzessive vom stark fragmentierten Markt der Third Party Maintenance Anbieter (TPMs) in das abonnentenbasierte Geschäftsmodell der Praxissoftwarelösungen verlagern. Dadurch ergeben sich für amalphi nach u. E. erhebliche Chancen in einem Wachstumsmarkt.

Führender IT-Dienstleister in Wachstumssegment

Nach erfolgter Übernahme von medondo wird amalphi nach u. E. mittelfristig zu einem der führenden Anbieter von cloud-basierter Abrechnungssoftware für den medizinischen Bereich aufsteigen. Diese wird Praxen und Kliniken nach Angaben im Rahmen eines "Software as a Service" Modells in einer deutschen Cloud unter Einhaltung strengster Sicherheitsstandards angeboten. Durch die Automatisierung von Prozessen in der Arztpraxis und die Integration von Patientendaten in ein integriertes Projektmanagementsystem ergeben sich für die Kunden von amalphi bei höherer Qualität Angabe gemäß erhebliche zeitliche und finanzielle Vorteile.

Vorstellung des Geschäftsmodells

Das bisherige Kerngeschäft des Unternehmens, die herstellerunabhängige Third Party Maintenance wird demgegenüber in den Hintergrund treten.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsätze	EUR Mio.	1,8	2,0	2,1	2,4	4,2	6,8	10,6
YoY	%	7,2%	6,9%	5,1%	16,9%	75,1%	61,0%	56,2%
Sonstiger betrieblicher Ertrag	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
in % der Umsätze	%	3,9%	10,0%	5,9%	6,7%	4,0%	2,5%	1,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,6	-0,6	-0,9	-1,0	-1,4	-1,7	-2,0
Aufwendungen für RHB	EUR Mio.	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5
Aufwendungen für bezogene Leistungen	EUR Mio.	-0,3	-0,2	-0,5	-0,7	-1,0	-1,3	-1,5
in % der Umsätze	%	-30,8%	-31,4%	-45,6%	-39,8%	-32,8%	-25,1%	-18,6%
Rohrertrag	EUR Mio.	1,3	1,5	1,2	1,6	3,0	5,3	8,8
in % der Umsätze	%	73,2%	78,6%	60,3%	66,9%	71,2%	77,4%	83,0%
Außerordentliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,3	-1,3	-1,4	-4,3	-4,9	-5,7
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-1,2	-1,1	-1,0	-1,2	-4,0	-4,6	-5,5
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2
in % der Umsätze	%	-76,7%	-68,8%	-61,2%	-56,9%	-103,1%	-72,8%	-53,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-1,2	-2,0	-2,6
in % der Umsätze	%	-35,7%	-36,7%	-36,2%	-29,6%	-29,6%	-29,8%	-24,5%
EBITDA	EUR Mio.	-0,7	-0,5	-0,8	-0,5	-2,6	-1,7	0,5
YoY	%	-32,7%	-26,8%	45,0%	-38,3%	451,6%	-33,8%	-128,4%
in % der Umsätze	%	-39,2%	-26,8%	-37,1%	-19,5%	-61,6%	-25,3%	4,6%
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
EBIT	EUR Mio.	-0,7	-0,5	-0,8	-0,5	-2,9	-2,1	0,1
YoY	%	-32,2%	-26,7%	44,1%	-37,2%	496,1%	-29,0%	-104,8%
in % der Umsätze	%	-40,2%	-27,6%	-37,8%	-20,3%	-69,2%	-30,5%	0,9%
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zinsaufwendungen (netto)	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
in % des verzinslichen Fremdkapitals	%	-35,5%	-29,8%	-22,4%	-21,7%	-20,1%	-10,1%	-18,0%
Sonstiges Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-0,9	-0,7	-0,9	-0,6	-3,0	-2,1	0,0
YoY	%	-26,5%	-25,4%	33,1%	-33,8%	422,4%	-28,3%	-99,4%
in % der Umsätze	%	-47,6%	-33,2%	-42,1%	-23,8%	-71,0%	-31,6%	-0,1%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Anteilen Dritter	EUR Mio.	-0,9	-0,7	-0,9	-0,6	-3,0	-2,1	0,0
in % der Umsätze	%	-65,8%	-42,3%	-69,8%	-35,6%	-99,8%	-40,9%	-0,2%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	2,1	2,3	2,7	3,3	10,4	10,4	10,4
EPS	EUR	-0,42	-0,28	-0,32	-0,17	-0,29	-0,21	0,00

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,4	11,5	12,7	14,1
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geschäfts- oder Firmenwerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	11,1	12,3	13,6
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,7	0,7	0,6	1,1	6,0	5,8	5,7
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Umsätze	EUR Mio.	2,8%	1,7%	1,9%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,5	0,6	0,5	1,0	1,1	1,7	2,7
in % der Umsätze	EUR Mio.	26,4%	30,2%	25,4%	41,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Forderungen ggü. Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	4,9	4,1	3,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	EUR Mio.	2,7	2,9	3,0	2,5	2,5	4,7	4,6
Bilanzsumme	EUR Mio.	3,4	3,8	3,8	4,3	20,0	23,3	24,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	15,2	15,3	15,2
EK-Quote	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	76,1%	65,8%	62,3%
Grundkapital	EUR Mio.	2,1	2,3	2,7	3,3	10,4	10,4	10,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	1,1	1,3	1,6	2,1	13,3	13,3	13,3
Gewinnrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-7,3	0,0	0,0	0,0
Bewertungsrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsunterschiede	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn	EUR Mio.	-5,9	-6,5	-7,3	-0,6	-11,0	-13,1	-13,1
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	EUR Mio.	2,7	2,9	3,0	2,5	2,5	4,7	4,6
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,5	1,5	1,6	1,5	1,5	3,0	2,5
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	1,0
Anleihen	EUR Mio.	1,5	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,0	1,3	1,1	1,0	1,4	2,8	4,4
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	EUR Mio.	0,3	0,4	0,6	0,9	1,3	2,7	4,2
in % der Umsätze	%	16,3%	22,2%	28,5%	37,3%	30,0%	40,0%	40,0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,7	0,8	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,5	0,8	0,9	1,4	1,6	1,7	1,9
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	3,4	3,8	3,8	4,3	20,0	23,3	24,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	1%	0%	0%	9%	58%	55%	58%
Immaterielles Vermögen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Geschäfts- oder Firmenwerte	%	0%	0%	0%	9%	2%	2%	2%
Sachanlagevermögen	%	1%	0%	0%	0%	55%	53%	56%
Kurzfristiges Vermögen	%	20%	18%	16%	26%	30%	25%	24%
Vorräte	%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	14%	16%	14%	23%	5%	7%	11%
Forderungen ggü. Beteiligungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	2%	1%	0%	1%	0%	0%	0%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	2%	1%	1%	1%	25%	17%	12%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	6%	4%	6%	0%	0%	0%
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	%	79%	76%	80%	59%	12%	20%	19%
Bilanzsumme	%	100%						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
PASSIVA								
Eigenkapital	%	0%	0%	0%	0%	76%	66%	62%
Grundkapital	%	61%	60%	71%	76%	52%	45%	43%
Kapitalrücklage	%	32%	34%	43%	50%	66%	57%	55%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	-172%	0%	0%	0%
Bewertungsrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsunterschiede	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzgewinn	%	-172%	-171%	-194%	-13%	-55%	-56%	-54%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	%	79%	76%	80%	59%	12%	20%	19%
Steuerrückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Rückstellungen	%	10%	6%	7%	7%	2%	1%	2%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	45%	39%	41%	36%	8%	13%	10%
Finanzverbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	4%
Anleihen	%	45%	39%	41%	36%	8%	7%	6%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	30%	33%	29%	24%	7%	12%	18%
Finanzverbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Anleihen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	9%	11%	16%	21%	6%	12%	17%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	21%	22%	13%	2%	1%	1%	1%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	16%	22%	23%	34%	8%	7%	8%
Latente Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzsumme	%	100%						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,9	-0,7	-0,9	-0,6	-3,0	-2,1	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4
Zinsen und Dividenden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Investitionstätigkeit	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,6	-1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L und sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,3	-0,2	-0,1	0,4	1,5	1,5
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,2	0,3	0,0	0,6	0,1	0,2	0,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,1	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-0,6	-0,4	-0,8	-0,1	-2,0	-0,8	1,2
Investitionen in Sachanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,1	-1,2	-1,3
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,2	-0,4	-11,4	-1,6	-1,7
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,6	-0,5	-0,7	-0,5	-13,4	-2,4	-0,6
Δ Grundkapital u. Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,9	0,4	0,7	1,1	18,3	0,0	0,0
Δ Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	-0,5
Δ Anleihen	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsen und Dividenden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasing	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,1	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,7	0,4	0,7	0,6	18,3	1,5	-0,5
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	4,9	-0,9	-1,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel und Wertpapiere Beginn Periode	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	4,9	4,1
Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	4,9	4,1	3,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	1,8	2,0	2,1	2,4	4,2	6,8	10,6
Rohertrag	EUR Mio.	1,3	1,5	1,2	1,6	3,0	5,3	8,8
EBITDA	EUR Mio.	-0,7	-0,5	-0,8	-0,5	-2,6	-1,7	0,5
EBIT	EUR Mio.	-0,7	-0,5	-0,8	-0,5	-2,9	-2,1	0,1
EBT	EUR Mio.	-0,9	-0,7	-0,9	-0,6	-3,0	-2,1	0,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,9	-0,7	-0,9	-0,6	-3,0	-2,1	0,0
Anzahl Mitarbeiter		14	16	17	18	89	95	101
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	3,07	2,80	2,52	3,30	3,40		
Kurs Tief	EUR	1,10	1,60	1,55	1,70	2,30		
Kurs Durchschnitt	EUR	1,80	2,14	2,00	2,14	2,91		
Kurs Schlusskurs	EUR	2,79	2,25	2,14	3,14	2,88	2,88	2,88
EPS	EUR	-0,42	-0,28	-0,32	-0,17	-0,29	-0,21	0,00
BVPS	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	1,46	1,47	1,46
CFPS	EUR	-0,31	-0,18	-0,31	-0,04	-0,19	-0,08	0,11
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							5,70
Performance bis Kursziel	%							97,9%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	-39,2%	-26,8%	-37,1%	-19,5%	-61,6%	-25,3%	4,6%
EBIT-Marge	%	-40,2%	-27,6%	-37,8%	-20,3%	-69,2%	-30,5%	0,9%
EBT-Marge	%	-47,6%	-33,2%	-42,1%	-23,8%	-71,0%	-31,6%	-0,1%
Netto-Marge	%	-48,2%	-33,2%	-42,1%	-23,8%	-71,0%	-31,6%	-0,1%
FCF-Marge	%	-33,5%	-24,4%	-33,1%	-22,1%	-318,1%	-34,7%	-5,3%
ROE	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-19,7%	-14,0%	-0,1%
NWC/Umsatz	%	12,8%	9,8%	-1,3%	5,3%	-5,0%	-15,0%	-15,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	131,0	122,5	121,2	133,8	47,4	71,5	105,0
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-52,7	-33,8	-45,8	-27,2	-32,8	-21,8	1,0
Capex/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rohertragsprämie	%	249,0%	300,3%	227,8%	285,3%	1424,7%	1799,6%	2022,3%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	7,2%	6,9%	5,1%	16,9%	75,1%	61,0%	56,2%
Rohertrag	%	42,8%	14,9%	-19,4%	29,8%	86,2%	75,0%	67,6%
EBITDA	%	-32,7%	-26,8%	45,0%	-38,3%	451,6%	-33,8%	n/a
EBIT	%	-32,2%	-26,7%	44,1%	-37,2%	496,1%	-29,0%	n/a
EBT	%	-26,5%	-25,4%	33,1%	-33,8%	422,4%	-28,3%	-99,4%
Nettoergebnis	%	-25,8%	-26,2%	33,1%	-33,8%	421,6%	-28,3%	-99,3%
EPS	%	-42,2%	-32,9%	14,1%	-46,5%	65,8%	-28,3%	-99,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,4	11,5	12,7	14,1
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,7	0,9	0,7	1,4	6,0	5,8	5,7
Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	15,2	15,3	15,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	3,4	3,8	3,8	4,3	4,8	7,9	9,2
EK-Quote	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	76,1%	65,8%	62,3%
Gearing	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-22,3%	-6,8%	-3,1%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,2	-1,0	-1,6
Asset Turnover	x	0,5	0,5	0,5	0,6	0,2	0,3	0,4
EBITDA-ICR	x	-5,3	-4,8	-8,7	-5,6	-33,8	-22,5	4,3
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	2.085	2.294	2.676	3.312	10.421	10.421	10.421
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	6,4	6,4	6,7	10,9	35,4		
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	2,3	3,7	4,1	5,6	24,0		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	3,8	4,9	5,4	7,1	30,3		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	5,8	5,2	5,7	10,4	30,0	30,0	30,0
Nettoverschuldung	EUR Mio.	1,5	1,4	1,5	1,5	-3,4	-1,0	-0,5
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	7,9	7,9	8,3	12,4	32,0		
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	0,8	2,2	2,6	4,1	27,4		
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	2,3	3,5	3,8	5,6	33,7		
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	7,3	6,6	7,3	11,9	26,6	29,0	29,5
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	4,29	4,01	4,02	5,16	7,60		
EV/Umsatz Tief	x	0,46	1,13	1,27	1,72	6,49		
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,25	1,77	1,85	2,32	7,99		
EV/Umsatz Schlusskurs	x	3,97	3,37	3,53	4,94	6,31	4,27	2,79
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	60,5
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,0	2,0	2,0
FCF-Yield	%	-10,6%	-9,3%	-11,9%	-5,1%	-44,7%	-7,9%	-1,9%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	Terminal year
Umsatz	%	4,2	6,8	10,6	17,9	25,0	33,5	40,7	45,8	48,6	50,0	50,5	50,7	50,8	50,8	50,9	50,9
YoY	EUR Mio.	75,1%	61,0%	56,2%	69,1%	39,7%	33,7%	21,7%	12,4%	6,3%	2,7%	1,0%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
EBIT	EUR Mio.	-2,9	-2,1	0,1	3,5	8,0	11,0	13,0	14,3	14,8	14,7	14,5	14,1	13,7	13,3	12,8	12,7
EBIT-Marge	EUR Mio.	-69,2%	-30,5%	0,9%	19,7%	32,1%	32,9%	32,0%	31,2%	30,3%	29,5%	28,6%	27,8%	26,9%	26,1%	25,2%	25,0%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,4	-3,8	-4,1	-4,3	-4,3	-4,2	-4,1	-4,0	-3,8	-3,7	-3,7
Steuerquote (τ)	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	22,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	-2,9	-2,1	0,1	3,5	8,0	8,6	9,3	10,1	10,5	10,5	10,3	10,0	9,7	9,4	9,1	9,0
Reinvestment	EUR Mio.	-10,8	-0,4	-0,8	-2,2	-1,3	-1,4	-3,6	-4,9	-5,8	-5,8	-4,1	-2,0	-0,9	-0,6	-0,6	-0,2
FCFF	EUR Mio.	-13,7	-2,5	-0,7	1,4	6,8	7,2	5,6	5,3	4,7	4,7	6,2	8,0	8,8	8,8	8,5	8,9
WACC	%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,5%	8,1%	7,7%	7,3%	6,8%	6,4%	6,0%	5,5%	5,1%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	109,0%	118,8%	77,3%	70,9%	65,1%	59,9%	55,4%	51,5%	48,0%	44,9%	42,2%	39,9%	37,8%	35,9%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-13,7	-2,7	-0,8	1,1	4,8	4,7	3,4	2,9	2,4	2,3	2,8	3,4	3,5	3,3	3,1	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	3,6%															
Terminal Cost of capital	%	5,1%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	35,9															
in % des Enterprise Value	%	63,8%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-6,6															
in % des Enterprise Value	%	-11,7%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	27,0															
in % des Enterprise Value	%	48,0%															
Enterprise Value	EUR Mio.	56,3															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-1,5															
Liquidität	EUR Mio.	4,9															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	59,7															
Anzahl ausstehender Aktien (nach KE)	EUR Mio.	10,4															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR Mio.	5,70															
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN																	

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

Disclaimer

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

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

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

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

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

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

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate)

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
25.09.2020/11:55 Uhr	EUR 5,70/EUR 2,88	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 2, 8
02.06.2020/09:15 Uhr	EUR 5,70/EUR 3,40	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 2, 8
16.03.2020/15:00 Uhr	EUR 5,70/EUR 2,70	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 2, 8
17.01.2020/12:40 Uhr	EUR 6,30/EUR 3,12	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
16.12.2019/12:00 Uhr	EUR 6,30/EUR 3,30	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
11.12.2019/08:40 Uhr	EUR 3,70/EUR 3,18	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
14.08.2019/08:00 Uhr	EUR 3,40/EUR 2,10	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
11.07.2019/08:45 Uhr	EUR 3,40/EUR 2,16	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 7, 8

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

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

Informationsquellen

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Informationsquellen

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

Erklärung der Ersteller der Studien

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

Diese Studie wurde am 25.09.2020 um 11:15 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 2,88.