

## co.don AG

Reuters: CNWK.DE

Bloomberg: CNWK:GR

### Strategische Repositionierung

Die Neunmonatszahlen lagen im Rahmen unserer Erwartungen und zeigen, dass co.don auf Kurs ist, die Gesamtjahres-Guidance eines ausgeglichenen EBITDA vor strategischen Kosten zu erreichen. Beeindruckt sind wir von den strategischen Ansätzen, die uns der neue Vorstand nach Ablauf seiner „100-Tage-Frist“ präsentiert hat. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unser Kursziel von EUR 4,20 je Aktie und unser Buy-Rating für die Aktien der co.don AG.

#### 9M/2015 im Überblick

Nach neun Monaten 2015 konnte co.don die Umsätze um 14,2% auf EUR 3,667 Mio. von EUR 3,211 Mio. im vergleichbaren Vorjahreszeitraum verbessern. Im dritten Quartal lagen die Umsätze mit EUR 1,128 Mio. um 6,2% über ihrem Vorjahreswert von EUR 1,062 Mio.; Im Vergleich zu Q1 (+22,2% YoY) und Q2 (+14,0% YoY) ergab sich damit zwar eine Verlangsamung des Umsatzwachstums, da es sich beim dritten Quartal jedoch um das saisonal schwächste des Jahres handelt, stellt diese Wachstumsdelle nach unserer Einschätzung keine Gefährdung der prognostizierten Gesamtjahresziele dar.

Das bereinigte EBITDA vor Abzug der als „strategisch“ eingestuft, für die Erlangung der zentralen EU-weiten Zulassung des Gelenknorpelproduktes co.don chondrosphere anfallenden Aufwendungen hat sich nach neun Monaten auf EUR 0,158 Mio. von EUR 0,056 Mio. im vergleichbaren Vorjahreszeitraum fast verdreifacht. Die operative Marge lag mit 4,3% deutlich im positiven Bereich (Vorjahr 1,7%).

Nach Abzug der strategischen Kosten in Höhe von EUR 1,410 Mio. (Vorjahr EUR 1,463 Mio.) lag das unbereinigte EBITDA nach neun Monaten bei EUR -1,252 Mio. (Vorjahr EUR -1,407 Mio.). Bemerkenswert ist, dass diese Ergebnisverbesserung trotz des angestoßenen Vertriebsausbaus zur Vorbereitung der europäischen Kommerzialisierungsstrategie und nicht geplanter Sonderaufwendungen aus dem Managementwechsel (in Höhe von ca. EUR 0,2 Mio., Sphene Capital Estimates) erreicht werden konnte. Auch das Ergebnis nach Steuern verbesserte sich nach neun Monaten auf EUR -1,473 Mio. von EUR -1,572 Mio. im Vorjahr.

		9M/14	9M/15	Δ
Umsätze	EUR Mio.	3,211	3,667	14,2%
EBITDA	EUR Mio.	-1,407	-1,252	-11,0%
in % der Gesamtleistung	%	-43,7%	-33,9%	9,8pp
<b>EBITDA vor str. Kosten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,056</b>	<b>0,158</b>	<b>182,7%</b>
in % der Gesamtleistung	%	1,7%	4,3%	2,6pp

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### Guidance

Aufgrund der hohen Aufwendungen für die zentrale EU-weite Zulassung von co.don chondrosphere sowie der getroffenen Maßnahmen in Hinblick auf EU-Markteintrittsvorbereitungen rechnet der Vorstand mit einem Nachsteuerergebnis in Höhe von etwa EUR -2,1 Mio. (Vorjahr: EUR -2,490 Mio.).

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 2,40

Kursziel: EUR 4,20 (unverändert)

ISIN/WKN: DE000A1K0227 / A1K022

Indizes: CDAX, General All-Share

Transparenzlevel: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 13,7 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 32,9 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 30.000 Aktien

Jahresabschluss 2015: Vorauss. April 2016

EUR Mio. (31/12)	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz	3,6	4,5	5,3	6,9
EBITDA	-2,5	-2,3	-2,6	-0,3
EBIT	-2,7	-2,5	-2,9	-0,6
EBT	-2,7	-2,5	-2,9	-0,6
EAT	-2,7	-2,5	-2,9	-0,6

% vom Umsatz	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	-68,4%	-50,6%	-50,2%	-4,8%
EBIT	-73,5%	-55,3%	-55,1%	-8,7%
EBT	-74,0%	-55,6%	-55,5%	-8,8%
EAT	-74,1%	-55,7%	-55,5%	-8,7%

Je Aktie/EUR	2013	2014	2015e	2016e
EPS	-0,24	-0,18	-0,21	-0,04
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,16	0,31	0,10	0,06
Cashflow	-0,14	-0,13	-0,28	-0,02

%	2013	2014	2015e	2016e
EK-Quote	53%	71%	66%	32%
Gearing	-66%	-100%	-3%	81%

X	2013	2014	2015e	2016e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	5,06	8,16	6,28	4,69
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	9,4	7,5	24,0	42,7

EUR Mio.	2015e	2016e
Guidance: Umsatz		-
Guidance: EBITDA vor str. Kosten	≈0	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

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

susanne.hasler@sphene-capital.de

**Nach Ablauf der üblichen 100-Tage-Frist haben wir uns in der vergangenen Woche mit dem neuen Vorstandsvorsitzenden, Dirk Hessel, getroffen, der uns seine neuen strategischen Ziele vorgestellt hat. Aufbauend auf der bestehenden Marktpositionierung sollen zukünftig neue Schwerpunkte zur Verbesserung der Marktpenetration und Steigerung der Profitabilität gesetzt werden.**

#### **Ergebnisse eines Management-Meetings**

In der vergangenen Woche haben wir uns mit dem neuen Vorstand getroffen, der uns seine strategischen Ansätze für die kommenden Monate vorgestellt hat. Diese lassen sich auf folgende fünf Punkte zusammenfassen:

- ⑤ Behandlungsoption auch bei Knorpelschäden im Frühstadium;
- ⑤ Bessere Patientenaufklärung über symptombekämpfende, aber nicht ursachenbeseitigende Behandlungsmethoden;
- ⑤ Erhöhung der Penetrationsraten in den Kliniken;
- ⑤ Deutlichere Betonung der eigenen Stärken, insbesondere der angestrebten Marktführerschaft;
- ⑤ Anpassung der Produktpreise nach Erhalt der EU-weiten Zulassung.

#### **Behandlungsoption auch bei Knorpelschäden im Frühstadium**

Bislang hat sich co.don als Wettbewerbsprodukt zu (Endo-) Prothesen positioniert. Dies spiegelte sich bereits im Firmenmotto „Gelenkerhalt vor Gelenkersatz“ wider, wonach bei geeigneter Indikation durch die minimal-invasive (arthroskopische) Anwendung der matrixorientierten autologen Chondrozyten-Transplantation (kurz MACT) die zum Teil erheblichen Nebenwirkungen von Gelenkersatzoperationen oft vermieden werden können.

Zukünftig will sich co.don darüber hinaus verstärkt als Behandlungsoption auch bei Knorpelschäden im Frühstadium etablieren, die heute noch oft mit der Mikrofrakturierung oder symptomlindernd physiotherapeutisch bzw. schmerzlindernd behandelt werden. In der Tat besteht hier nach unserer Einschätzung ein erhebliches Marktpotenzial: Denn statistisch wird in Deutschland bei jeder zweiten der jährlich 220.000 bzw. 181.000 stationär bzw. ambulant durchgeführten Arthroskopien ein Knorpelschaden festgestellt. Würde co.don nur bei 10% aller Knorpelschäden als Behandlungsmethode gewählt werden, ergäbe sich ein Marktpotenzial von 20.000 Behandlungen pro Jahr – etwa das 16-fache der Gesamtzahl von Behandlungen im Jahr 2014.

#### **Bessere Patientenaufklärung über symptombekämpfende, aber nicht ursachenbeseitigende Behandlungsmethoden**

Als hinderlich für eine stärkere Abschöpfung des sich aus Arthroskopien ergebenden Marktpotenzials könnten sich allerdings die traditionellen Behandlungsmethoden der niedergelassenen Ärzte erweisen. Denn in der Regel wird bei Knorpelschäden im Knie oft (die für Ärzte margenträchtige) synthetische Hyaluronsäure verabreicht. In der Tat kann extern zugeführte Hyaluronsäure den Körper dabei unterstützen, die visko-elastischen Eigenschaften der krankhaft veränderten Gelenkflüssigkeit im geschädigten Gelenk zu verbessern. Insbesondere auf kurze Sicht wird die Gelenkschmiere durch die eingespritzte Hyaluronsäure wieder zähflüssiger und kann so ihre schützende Wirkung wieder erfüllen. Bereits nach kurzer Zeit wird die in ein Gelenk injizierte Hyaluronsäure jedoch vom Körper wieder abgebaut. Nach einer kurzen Linderung der Schmerzen und Steigerung der Beweglichkeit sind die Verbesserungen nach wenigen Monaten nicht mehr nachweisbar. Insofern ist eine flächendeckende Aufklärung der Patienten sinnvoll – was co.don nach unserer Einschätzung schwerlich im Alleingang stemmen kann.

#### **Erhöhung der Penetrationsraten in den Kliniken**

Die bisher unzureichende Marktpenetration wird vom neuen Management durch eine substanzielle Verstärkung der Sales-Force zukünftig stärker in den Fokus gerückt: Ein Großteil der 316 derzeit, in Deutschland für eine MACT-Behandlung zugelassenen Kliniken führt noch keine Knorpelbehandlungen mit dem MACT-Produkt von co.don durch. Die starke Konzentration auf wenige, hochverschreibende Kliniken wurde vom neuen Vorstand selbstkritisch erkannt und soll sukzessive abgebaut werden. Als einer der ersten Schritte wurde hierzu ein „Execu-

Ziel ist die Verflachung der Konzentrationskurve unter den Anwendungen

tive Committee“ implementiert. Darüber hinaus könnte das Ziel dadurch erreicht werden, dass sich co.don stärker als bislang in Indikationen jenseits der Kniebehandlung positioniert – etwa der Hüfte. So werden in Deutschland pro Jahr mehr als 150.000 Endoprothesen in der Hüfte eingesetzt, während alternative Behandlungsmethoden wie Knorpelimplantate oder Mikrofrakturierung nur für einen Bruchteil des Marktes verantwortlich sind.

#### **Stärkere Betonung der weltweiten Marktführerschaft**

Bislang wurde in der Außendarstellung die führende Marktstellung von co.don zu wenig betont. Schließlich ist co.don nichts weniger als der weltweit führende minimalinvasive humanmedizinische Hersteller von Zell- und Gewebetransplantaten aus patienteneigenen (autologen) Zellen für den Einsatz bei Knorpeldefekten. Der deutsche Wettbewerber TETEC (Tissue Engineering Technologies) hat zwar numerisch einen höheren Marktanteil als co.don, hat sich jedoch mit 3D-boviner Matrix auf nicht-humane Produkte spezialisiert, während die belgische Tigenix mit ihrem Produkt ChondroCelec bei weniger als 200 Transplantaten in Europa einen lediglich einstelligen Marktanteil aufweisen dürfte. Gegenüber diesen Wettbewerbern dürfte co.don mit einer für 2017e erwarteten Phase III-Zulassung nach eigener Einschätzung einen Vorsprung von mindestens drei bis fünf Jahren – mit Tendenz zum oberen Ende – aufweisen.

**TABELLE 1: ANBIETER VON MACT-PRODUKTEN IN EUROPA (AUSZUG)**

Hersteller	Produkt	Marktanteil Implantate 2015e	Wirkmechanismus
co.don (GER)	co.don chondrosphere	~40%	Autologe adhäsive Sphäroide ohne Abdeckung
TETEC Tissue Engineering Technologies AG (GER)	Novocart 3D	~60%	Autologe Zellen in 3D-boviner Matrix
Tigenix (BEL)	ChondroCelect	<1%	Autologe Zellen in Suspension, die unter eine Membran gespritzt werden (2D)

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### **Anpassung der Produktpreise nach Erhalt der EU-weiten Zulassung**

Allein die belgische Tigenix hat derzeit eine für die Vermarktung der Anwendungen im Ausland erforderliche Lizenz; co.don und TETEC müssen sich demgegenüber auf den heimischen Markt beschränken. Aus dieser Monopolstellung lassen sich die von Tigenix im EU-Ausland aufgerufenen Behandlungskosten erklären, die deutlich über dem in Deutschland erzielten Preisniveau liegen: Exemplarisch liegen die Behandlungskosten in Großbritannien bzw. Spanien bei GBP 18.000 bzw. EUR 17.500, während co.don in Deutschland im vergangenen Jahr einen deutlich niedrigeren Durchschnittspreis aufgerufen hat. Daher ist zu erwarten, dass der von co.don für Q1/2018e geplante Europa-Launch zu einem sukzessiven Anstieg der durchschnittlichen Produktpreise führen wird.

Auch der Markteintritt in den USA könnte mittelfristig thematisiert werden, allerdings Angaben gemäß nur in Zusammenarbeit mit einem lokalen Partner. In den USA sieht co.don insbesondere bei der Behandlung an der Bandscheibe erhebliche Potenziale, zumal die – ausgerechnet in der führenden Fitnessnation USA – häufig praktizierte Bandscheibenversteifung mit erheblichen Einschränkungen in der Beweglichkeit verbunden ist.

#### **Keine Anpassung unserer Prognosen**

Nachdem die Neunmonatszahlen weitgehend im Rahmen unserer Erwartungen lagen, behalten wir unsere Prognosen nahezu unverändert. Für das laufende Jahr rechnen wir mit Umsätzen in Höhe von EUR 5,3 Mio. (+17,4% YoY). Unter der Voraussetzung, dass die strategischen Zulassungskosten im laufenden Geschäftsjahr nochmals ansteigen, dürfte sich trotz eines verbesserten rein operativen Ergebnisses am Gesamt-EBITDA per Saldo wenig verändern. Mit rückläufigen strategischen Kosten rechnen wir erst im kommenden Jahr und damit auch mit einer deutlichen Verbesserung des EBITDA, bevor co.don 2017e erstmals in der Unternehmensgeschichte auf allen Ergebnisebenen profitabel werden sollte.

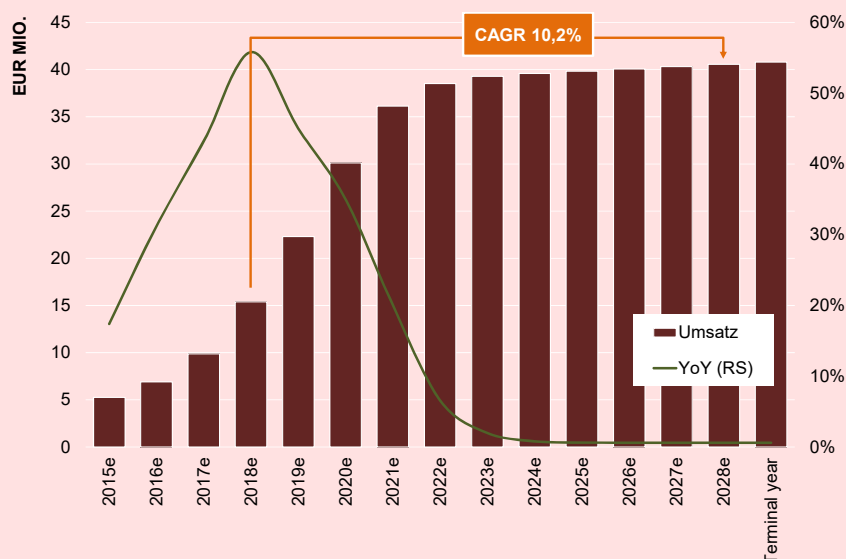
Nach der Arrondierung unserer Prognosen und einer Anpassung grundlegender Modellannahmen wie Equity Risk Premium und kurzfristige Zinsen ergibt sich aus unserem dreiphasigen DCF-Entity-Modell ein unverändertes Kursziel von EUR 4,20 je Aktie (Base Case-Szenario). Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 2,40 je Aktie bedeutet dies ein auf Sicht von zwölf Monaten erwartetes Kurssteigerungspotenzial von 75,0%. Wir bestätigen unser Buy-Rating.

### Unser Hauptbewertungsverfahren für co.don ist ein standardisiertes dreistufiges und vollständig integriertes DCF-Modell

Abgesehen von den EU-Zulassungskosten ist das Geschäftsmodell von co.don wenig kapitalintensiv: Der Kapitalbedarf in Sachanlagen war in den letzten Jahren vernachlässigbar, das Working Capital stagniert seit einigen Jahren. Die Finanzierung des weiteren Wachstums ist daher nicht mit hohen Nettoinvestitionen verbunden. Daraus lässt sich aus dem Geschäftsmodell von co.don eine grundsätzlich hohe Cash Conversion Rate ableiten. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist daher ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien von co.don (Primärmethode).

Bis 2018e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflowplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite, zehnjährige Grobplanungsphase, die 2028e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 36,2% bzw. 10,2%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Segment-, Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2018e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2014-18e in Höhe von 36,2%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2028e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 10,2% veranschlagt. Entsprechend der Lebenszyklustheorie haben wir dabei im Zeitablauf rückläufige Umsatzwachstumsraten unterstellt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

- ⊖ dass das erwartete Umsatzwachstum auf Basis der aktuellen Unternehmensstrukturen (**Annahme des Status quo**) generiert wird und Erweiterungsinvestitionen in ungewöhnlichem Umfang (etwa in eine weitere Reinfraumanlage oder einen neuen Standort) nicht stattfinden werden;
- ⊖ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Umsatzerlöse) von 33,9% in 2018e auf 34,4% in 2028e (Peak Margins) sukzessive erhöhen;
- ⊖ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 20,0% liegen;
- ⊖ ein Fundamental-**beta** von 1,4, das wir in Ermangelung statistisch signifikanter Börsenkurse aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Risikofaktoren bestimmen:

Unsere Annahmen unterstellen eine deutliche Verbesserung der Ertragslage nach dem Erhalt der EU-weiten Zulassung.

#### TABELLE 2: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA 2015E

Diversifizierungsgrad	0,10
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	0,10
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-beta	1,00
<b>Fundamental-beta</b>	<b>1,40</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊖ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt; per Saldo rechnen wir ab 2024e nur noch mit geringen Erweiterungsinvestitionen in den bestehenden Fertigungsstandort.
- ⊖ dass der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode aufgrund von steuerlichen Verlustvorträge in Höhe von EUR 43,7 Mio. (zum Jahresende 2014, eigene Schätzung) bis einschließlich 2021e auf dem jeweiligen Mindeststeuersatz liegen und sich nach deren Verbrauch an dem in Deutschland üblichen Durchschnittsniveau von 32,0% orientieren wird;
- ⊖ eine **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 3,0% pro Jahr, der ein von uns für co.don abgeleitetes synthetisches Rating von CCC zugrunde liegt;
- ⊖ dass die von co.don in 2015e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 12,1% diskontiert werden. Neben dem Fundamental-beta von 1,4 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 9,6% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,5% angesetzt, der sich aus einer Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer Small Caps-Liquiditätsprämie der Aktie (0,5%) zusammensetzt. Mit einem erwarteten synthetischen Unternehmensrating von CCC sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 8,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass co.don eine Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 50%/50% anstrebt;

TABELLE 3: WACC (2015E)

<b>Kosten des Eigenkapitals nach CAPM</b>		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,4
Erwartete Risikoprämie	%	9,6%
<b>Kosten des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>14,0%</b>
<b>Small Cap-Prämie</b>		
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	0,5%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>7,8%</b>
<b>Kosten der Verschuldung</b>		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	8,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	8,6%
Steuerquote	%	0,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	8,6%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>4,3%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	<b>%</b>	<b>12,1%</b>

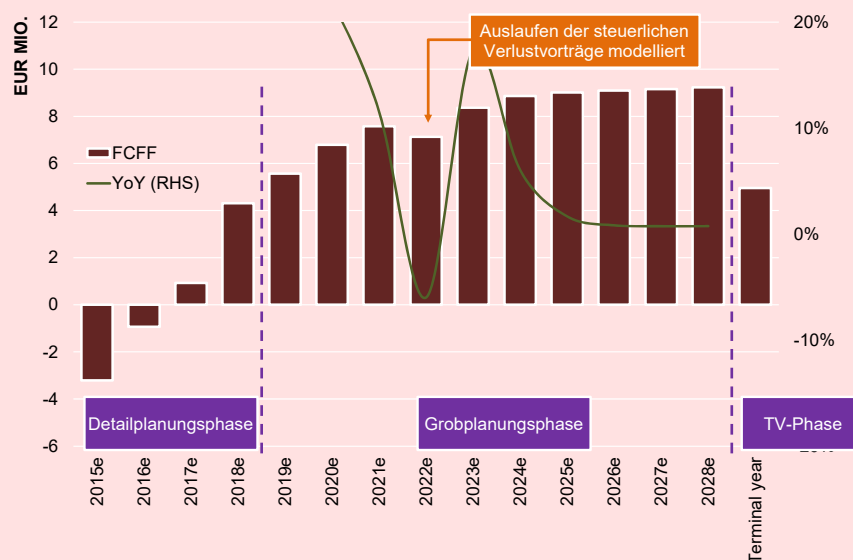
QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⊖ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger); dies betrifft insbesondere die Jahre der Detailplanungsphase, in der wir aufgrund der hohen Aufwendungen für die Erlangung der EU-weiten Zulassung erhebliche negative Free Cashflows erwarten.
- ⊖ dass co.don in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 12,1% auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer langfristig in Deutschland zu beobachtenden Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

#### **Dynamische Entwicklung der freien Cashflows**

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2015e bis 2028e. Für das Jahr 2022e erwarten wir aufgrund des Auslaufens der steuerlichen Verlustvorträge einen Rückgang der Freien Cashflows. Im Terminal Value modellieren wir aufgrund des dann modellimmanenten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen Rückgang der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Rentenberechnung des Modellendwertes darstellt.

ABBILDUNG 2: FCFF UND FCFF-WACHSTUM



Während der Detailplanungsphase der Jahre 2015e bis 2018e haben wir erhebliche Investitionen in die Erlangung der EU-weiten Zulassung, während der anschließenden Grobplanungsphase dagegen im Wesentlichen nur noch Erhaltungsinvestitionen unterstellt.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 4,20 je Aktie

Der Enterprise Value von co.don liegt in unserem Modell bei EUR 53,9 Mio. Aus diesem werden etwa 35,6% über den Terminal Value abgeleitet, 65,2% bzw. -0,8% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Der negative Wert des Eigenkapitals während der Detailplanungsphase ergibt sich aus den hohen Abflüssen für die Erlangung der EU-weiten Zulassung und dem Aufbau von Niederlassungen bzw. Beteiligungen im Ausland. Unter Hinzurechnung der Nettofinanzposition von EUR 4,3 Mio. (per Ende 2014) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 4,20 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 4,20 je Aktie

TABELLE 4: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

PV (Terminal Value)	EUR Mio.	19,2
PV (CF Detailplanungsphase)	EUR Mio.	-0,4
PV (CF Grobplanungsphase)	EUR Mio.	35,2
<b>Summe der Barwerte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>53,9</b>
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0
Cash	EUR Mio.	4,3
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>58,2</b>
Anzahl Aktien	Mio.	13,7
<b>Kursziel je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>4,20</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

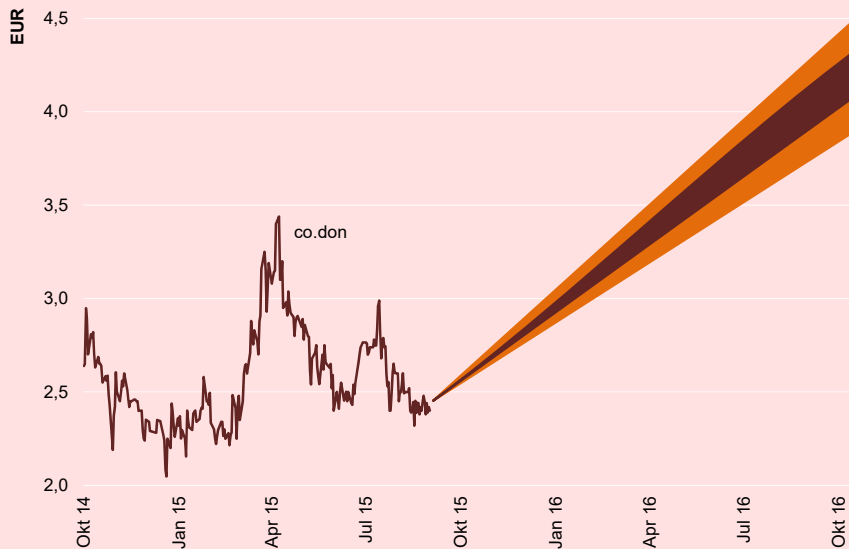
### In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von angenommenen 20,0% um 300 Basispunkte auf 17,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf -0,3% von 0,6%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität insbesondere in der EU-Zone verschärfen und co.don die Ausweitung des regionalen Footprints nicht wie erwartet gelingen würde. In diesem Bear-Case-Szenario würde der Unternehmenswert von co.don um EUR 0,20 auf EUR 4,00 je Aktie zurückgehen.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall einen Wert des Eigenkapitals von EUR 4,00 je Aktie und im optimistischen Fall von EUR 4,40 je Aktie.

📌 **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben, indem etwa neu hinzukommende Produkte stärker als erwartet akzeptiert werden. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 1,5% (statt 0,6%) sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 23,0% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir unser Kursziel um EUR 0,20 auf EUR 4,40 je Aktie anheben.

**ABBILDUNG 3: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE**



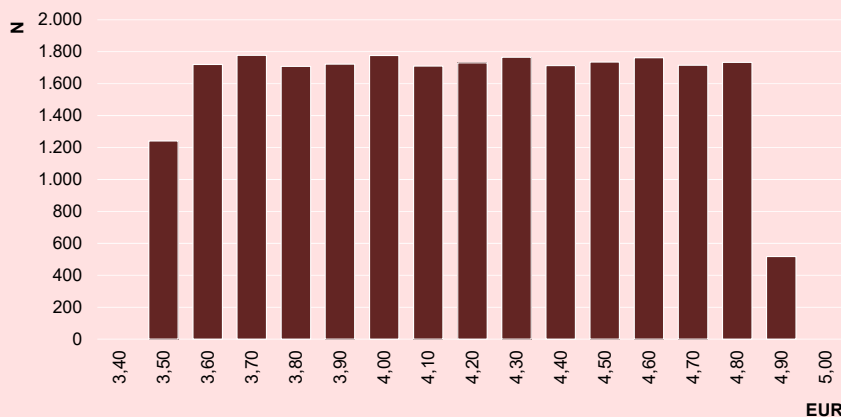
Auf mittelfristige Sicht sehen wir ein Kursziel von EUR 4,20 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 4,00) haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 4,40) gelangen Unternehmenswachstum und die Margenausweitung noch schneller.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Erweiterte Szenarioanalyse**

In der nachfolgenden Abbildung 4 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt mehr als 24.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Es zeigt sich, dass Kursziele von unter EUR 3,40 bzw. über EUR 5,00 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value in unserem Modell nicht erreicht werden können:

**ABBILDUNG 4: ERWEITERTE SZENARIOANALYSE**



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



**Wir bestätigen unser Buy-Rating**

Auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten rechnen wir mit einem Erreichen des Kursziels von EUR 4,20 je Aktie. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 2,40 ergibt sich dementsprechend ein Kurspotenzial von 75,0%. Daher bestätigen wir unser Buy-Rating die Aktie der co.don AG.

Auf der Basis unserer Finanzplanungen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) wäre die co.don-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL**

X	Bewertung zum aktuellen Kurs		Bewertung zum Kursziel EUR 4,20	
	2016e	2017e	2016e	2017e
KGV	n/a	25,8x	n/a	45,2x
EV/Umsatz	4,69x	3,37x	8,27x	5,88x
EV/EBIT	n/a	20,8x	n/a	36,2x
KBV	42,7x	16,1x	74,8x	28,2x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Katalysatoren für die Kursentwicklung**

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von co.don in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Aussagen über den aktuellen Stand der EU-weiten Zulassung, **(2)** Aussagen über den Stand der klinischen Prüfungen mit den Arzneimitteln co.don chondrosphere und co.don chondrotransplant DISC, **(3)** eine im Jahresvergleich 2015e verbesserte Ertragslage; **(4)** Aussagen über die erwartete Liquiditätslage der Gesellschaft.

Katalysatoren für das Erreichen des Kurszieles

**Risiken für das Erreichen unseres Kursziels**

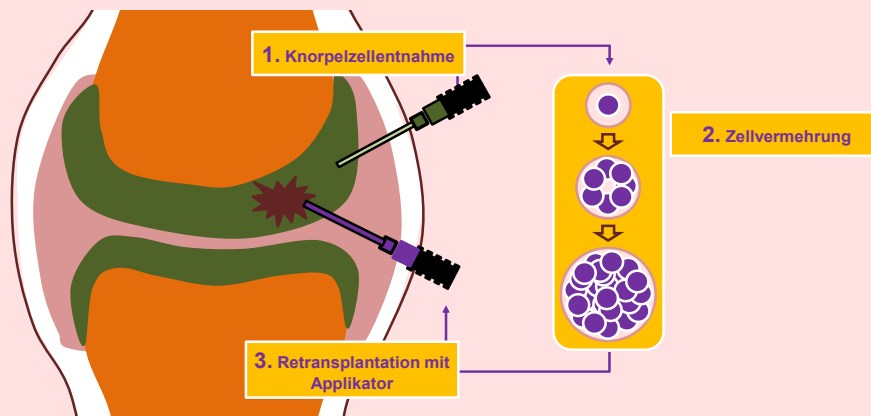
Für das Erreichen unseres Kurszieles bestehen nach u. E. die Risiken, dass **(1)** trotz eines Kassenbestands von EUR 4,3 Mio. (per Ende 2014) bis zum Erreichen des Break-Even externes Kapital eingeworben werden muss; **(2)**; die EU-weite Zulassung sich zeitlich nach hinten verschiebt oder nicht erteilt wird; **(3)** dass für die im Ausland im Zeitraum ab 2009 erzielten Umsätze nachträglich Umsatzsteuer festgesetzt wird – allerdings hat sich dieses Risiko durch die seit dem Geschäftsjahr 2010 geänderte Gesetzeslage Angaben gemäß wesentlich reduziert; **(4)** die angestrebte Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten nicht schnell genug vorangetrieben werden kann.

Jeder einzelne der genannten Risikofaktoren hätte Anpassungen im Bewertungsprozess zur Folge. Investoren sollten ferner die vereinzelt hohe Volatilität der Aktie berücksichtigen.

**Geschäftsmodell: Führender Anbieter von Tissue Engineering**

Gegründet 1993 ist co.don der weltweit führende kommerzielle, minimalinvasive humanmedizinische Hersteller von Zell- und Gewebetransplantaten aus patienteneigenen (autologen) Zellen für den Einsatz bei Knorpeldefekten. Das Hauptprodukt, co.don chondrosphere, wurde inzwischen weit über 6.500 Mal erfolgreich zur Regeneration und Funktionswiederherstellung nach traumatischen (wie z. B. nach Sportunfällen) und degenerativen Kniegelenkknorpelschäden angewendet. Das seit 1997 vermarktete Zweitprodukt, co.don chondrotransplant DISC, ist ein autologes Bandscheibenzelltransplantat für die biologische Reparatur degenerierter Bandscheiben, etwa infolge eines Bandscheibenvorfalles.

Das co.don-Verfahren basiert auf einer Hybrid-Trägermatrix. Diese Matrix ist autologen Ursprungs und wird von den Chondrozyten synthetisiert. Zusammen mit dieser Trägermatrix bilden die Chondrozyten eine dreidimensionale Struktur, die die Voraussetzung für eine dreidimensionale Auffüllung von Knorpelschäden ist.

**ABBILDUNG 5: DREISTUFIGER ABLAUF DER AUTOLOGEN KNORPELZELLTRANSPLANTATION**


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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

### Europaweite Zulassung als nächster Meilenstein

Infolge hoher strategischer Aufwendungen für die EU-weite Zulassung des Gelenkknorpelproduktes weist co.don nach wie vor eine erhebliche Cash-Burn-Rate auf. Da die Zulassungskosten in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung deutlich zurückgehen werden, sollte die derzeitige Kapitalausstattung jedoch ausreichen, um die kommenden beiden Verlustjahre ohne weitere Mittelzufuhr von außen zu überbrücken. Nach Erhalt der europaweiten Zulassung rechnen wir für 2017e in Verbindung mit tendenziell steigenden Produktpreisen und einem Ausbau des Auslandsgeschäfts mit einem deutlichen Ergebnissprung und dem ersten positiven operativen Ergebnis in der Unternehmensgeschichte.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Umsätze</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>
YoY	%	-27,8%	0,5%	25,7%	157,4%	27,2%	15,2%	22,4%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	25,7%	20,8%	20,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,2	-0,8	-0,3	-1,0	-0,7
davon RHB	EUR Mio.	-17,5%	-14,8%	-28,1%	-63,2%	-19,4%	-51,0%	-28,5%
davon bezogene Waren/Leistungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
in % der Gesamtleistung	%	-0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,1	-0,8	-0,3
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	175,6%	-26,5%	74,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,1	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,7
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-1,2	-1,0	-0,8	-0,8	-1,1	-1,2	-1,5
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
in % der Gesamtleistung	%	-143,0%	-209,9%	-148,0%	-74,6%	-74,9%	-70,6%	-71,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-1,8	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3
in % der Gesamtleistung	%	-179,3%	-205,2%	-187,6%	-80,3%	-64,4%	-58,4%	-56,4%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Gesamtleistung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-58,7%	-80,0%	-55,9%
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
davon Amortisation Goodwill	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-35,8%	59,0%	-15,2%
YoY	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,6	-0,6	0,3
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-65,7%	-86,5%	-61,1%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-36,4%	81,7%	-14,4%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-56,8%	-85,4%	-60,9%
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%	-1,8%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis vor Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-57,0%	-85,7%	-61,1%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,0	8,0	11,9	11,9	11,9	11,9	13,1
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	5,0	8,0	11,9	11,9	11,9	11,9	13,1
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,48</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,11</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,48</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,11</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Umsätze</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>	<b>9,9</b>	<b>15,4</b>
YoY	%	16,3%	34,5%	23,6%	17,4%	31,2%	43,2%	55,8%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	1,0	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>	<b>9,9</b>	<b>15,4</b>
YoY	%	0,9%	10,2%	20,7%	6,9%	30,5%	43,2%	55,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,4	-0,7	-0,7	-0,6	-0,7	-1,0
davon RHB	EUR Mio.	-36,8%	-33,0%	-13,3%	-13,3%	-8,9%	-7,2%	-6,6%
davon bezogene Waren/Leistungen	EUR Mio.	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7
in % der Gesamtleistung	%	-0,9	-0,9	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,3
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>6,3</b>	<b>9,2</b>	<b>14,4</b>
YoY	%	1,2%	16,8%	56,3%	6,9%	37,1%	45,9%	56,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-2,1	-2,8	-3,6	-4,2	-3,8	-3,9	-4,3
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-1,8	-2,4	-3,2	-3,7	-3,3	-3,5	-3,8
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
in % der Gesamtleistung	%	-57,0%	-68,1%	-73,3%	-78,8%	-55,2%	-39,7%	-28,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-2,5	-2,4	-2,9	-3,1	-2,8	-3,6	-4,5
in % der Gesamtleistung	%	-66,5%	-59,3%	-59,3%	-57,8%	-40,7%	-36,9%	-29,5%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Gesamtleistung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>5,5</b>
in % der Gesamtleistung	%	-60,3%	-60,5%	-45,8%	-49,9%	-4,8%	16,2%	35,9%
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
davon Amortisation Goodwill	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>5,2</b>
YoY	%	134,5%	11,8%	-7,0%	16,8%	-79,4%	-321,2%	295,3%
YoY	EUR Mio.	-1,4	-0,3	0,2	-0,4	2,3	1,9	3,9
in % der Gesamtleistung	%	-64,1%	-65,0%	-50,1%	-54,8%	-8,7%	13,4%	33,9%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>5,2</b>
YoY	%	136,2%	12,7%	-7,1%	17,1%	-79,5%	-321,2%	295,3%
in % der Gesamtleistung	%	-64,0%	-65,5%	-50,4%	-55,2%	-8,7%	13,4%	33,9%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5
in % des EBT	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,1%	-10,3%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis vor Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>4,7</b>
in % der Gesamtleistung	%	-64,1%	-65,6%	-50,5%	-55,2%	-8,6%	13,0%	30,4%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	10,7	11,1	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	10,7	11,1	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,21</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,09</b>	<b>0,34</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,21</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,09</b>	<b>0,34</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
davon Gebäude und Grundstücke	EUR Mio.	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
davon Labor und technische Ausrüstung	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
davon kumulierte Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
DIO	d	9,4%	3,7%	2,4%	1,9%	2,2%	2,7%	3,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
DSO	d	92	55	55	30	40	36	39
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	2,8	5,1	3,9	2,8	1,6	1,7	1,3
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,1</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>4,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,5</b>	<b>5,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>
EK-Quote	%	85,2%	92,4%	84,7%	84,4%	61,1%	78,7%	83,2%
Grundkapital	EUR Mio.	8,0	11,9	11,9	11,9	11,9	13,1	7,1
Kapitalrücklage	EUR Mio.	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2	22,0	0,0
Gewinnrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-/Verlustvortrag	EUR Mio.	-25,7	-27,2	-28,7	-29,6	-31,3	-32,7	-4,6
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,7	0,5	1,0	0,4	0,3
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
in % der Umsätze	d	23,5%	7,7%	3,5%	1,9%	4,5%	8,7%	6,9%
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,1</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>4,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1
davon Gebäude und Grundstücke	EUR Mio.	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
davon Labor und technische Ausrüstung	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	EUR Mio.	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
davon kumulierte Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,3</b>	<b>2,2</b>	<b>5,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>6,8</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
DIO	d	2,8%	2,4%	2,4%	2,5%	2,7%	3,1%	2,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,6	0,5	0,4	0,5	0,8	1,2	1,4
DSO	d	86	48	34	37	40	44	33
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,8	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	2,8	1,2	4,3	0,0	0,1	0,4	4,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>8,2</b>
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,0</b>	<b>1,8</b>	<b>4,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>6,7</b>
EK-Quote	%	77,5%	52,7%	70,6%	66,3%	32,4%	61,4%	82,1%
Grundkapital	EUR Mio.	10,7	11,1	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,4	0,4	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Gewinnrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-/Verlustvortrag	EUR Mio.	-7,0	-9,7	-12,2	-15,1	-15,7	-14,4	-9,7
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,7	1,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,3	0,4	0,6	0,9	1,1
in % der Umsätze	d	13,1%	11,9%	7,4%	7,9%	8,6%	9,6%	7,1%
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>8,2</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Normalisierte Bilanz, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>27%</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>27%</b>	<b>34%</b>	<b>30%</b>	<b>28%</b>
Immaterielles Vermögen	%	1%	1%	1%	5%	8%	8%	6%
Sachanlagevermögen	%	26%	14%	18%	21%	25%	22%	22%
davon Gebäude und Grundstücke	%	19%	12%	13%	15%	19%	17%	15%
davon Labor und technische Ausrüstung	%	2%	0%	2%	1%	2%	2%	2%
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	%	5%	2%	2%	4%	4%	4%	5%
davon Unfertige Bauten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
davon kumulierte Abschreibungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finanzanlagevermögen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>72%</b>	<b>85%</b>	<b>81%</b>	<b>73%</b>	<b>66%</b>	<b>68%</b>	<b>70%</b>
Vorräte	%	1%	0%	1%	1%	1%	2%	3%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	2%	1%	3%	3%	6%	7%	8%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	1%	3%	3%	3%	3%	2%	13%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	1%
Wertpapiere	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	68%	80%	75%	66%	53%	57%	45%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>85%</b>	<b>92%</b>	<b>85%</b>	<b>84%</b>	<b>61%</b>	<b>79%</b>	<b>83%</b>
Grundkapital	%	196%	187%	227%	286%	395%	428%	238%
Kapitalrücklage	%	519%	332%	403%	507%	701%	716%	0%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsrücklagen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn-/Verlustvortrag	%	-630%	-427%	-546%	-709%	-1035%	-1066%	-155%
Jahresüberschuss	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuerrückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Rückstellungen	%	10%	6%	13%	13%	33%	12%	9%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>5%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	2%	1%	1%	1%	3%	6%	5%
Erhaltene Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	3%	1%	1%	2%	3%	3%	2%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Personen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								



## Normalisierte Bilanz, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>15%</b>	<b>33%</b>	<b>17%</b>	<b>54%</b>	<b>50%</b>	<b>38%</b>	<b>16%</b>
Immaterielles Vermögen	%	3%	7%	3%	10%	9%	7%	3%
Sachanlagevermögen	%	12%	26%	14%	45%	41%	31%	13%
davon Gebäude und Grundstücke	%	8%	11%	5%	17%	15%	11%	5%
davon Labor und technische Ausrüstung	%	1%	6%	3%	9%	9%	6%	3%
davon Betriebs- und Geschäftsausstattung	%	3%	10%	6%	19%	17%	13%	5%
davon Unfertige Bauten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
davon kumulierte Abschreibungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finanzanlagevermögen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>84%</b>	<b>65%</b>	<b>82%</b>	<b>44%</b>	<b>48%</b>	<b>61%</b>	<b>83%</b>
Vorräte	%	1%	3%	2%	6%	8%	9%	4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	12%	14%	7%	26%	32%	37%	17%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	15%	13%	3%	9%	4%	3%	1%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	0%
Wertpapiere	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	55%	35%	70%	2%	3%	11%	60%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1%	2%	1%	2%	2%	1%	1%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>78%</b>	<b>53%</b>	<b>71%</b>	<b>66%</b>	<b>32%</b>	<b>61%</b>	<b>82%</b>
Grundkapital	%	206%	323%	226%	663%	578%	412%	168%
Kapitalrücklage	%	7%	12%	45%	133%	116%	83%	34%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsrücklagen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn-/Verlustvortrag	%	-136%	-282%	-201%	-729%	-661%	-433%	-119%
Jahresüberschuss	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuerrückstellungen	%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Rückstellungen	%	14%	29%	19%	0%	0%	0%	0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>9%</b>	<b>18%</b>	<b>10%</b>	<b>34%</b>	<b>68%</b>	<b>39%</b>	<b>18%</b>
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	%	0%	0%	0%	0%	29%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	7%	13%	5%	20%	25%	28%	13%
Erhaltene Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	2%	5%	4%	14%	13%	10%	5%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Personen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,3	-1,5	-1,4	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0
Abschreibungen	EUR Mio.	0,7	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	1,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,5	-0,6	-0,1
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L/Sonstige Verb.	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-1,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,4</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,5</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	3,0	3,9	0,0	0,0	0,0	1,2	-6,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	-22,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	29,1
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	2,7	2,4	-1,2	-1,2	-1,2	0,1	-0,4
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.	0,1	2,8	5,1	3,9	2,8	1,6	1,7
<b>Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,8</b>	<b>5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Cashflow-Statement, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-0,6	1,3	4,7
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,2
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,4	0,3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,4	0,3	0,2	-1,2	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L/Sonstige Verb.	EUR Mio.	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>4,9</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>4,5</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	3,6	0,4	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,4	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	-0,7	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,9</b>	<b>0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,0</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	1,5	-1,6	3,1	-4,2	0,0	0,3	4,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel und Wertpapiere Beginn Periode	EUR Mio.	1,3	2,8	1,2	4,3	0,0	0,1	0,4
<b>Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>4,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>4,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Segmente, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Anzahl der Transplantationen</b>		<b>93</b>	<b>140</b>	<b>434</b>	<b>549</b>	<b>620</b>	<b>762</b>	<b>849</b>
davon Deutschland		72	101	236	346	471	636	805
davon Ausland		21	39	198	203	149	126	44
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>47,6%</b>	<b>50,5%</b>	<b>210,0%</b>	<b>26,5%</b>	<b>12,9%</b>	<b>22,9%</b>	<b>11,4%</b>
davon Deutschland	%	35,8%	40,3%	133,7%	46,6%	36,1%	35,0%	26,6%
davon Ausland	%	110,0%	85,7%	407,7%	2,5%	-26,6%	-15,4%	-65,1%
<b>Anzahl der Transplantationen</b>		<b>93</b>	<b>140</b>	<b>434</b>	<b>549</b>	<b>620</b>	<b>762</b>	<b>849</b>
davon co.don chondrosphere		79	110	367	480	539	694	807
davon co.don chondrotransplant DISC		6	21	52	56	81	68	42
davon co.don osteotransplant DENT		8	9	15	12	0	0	0
davon Sonstige		0	0	0	1	0	0	0
<b>Erlöse nach Regionen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>
Deutschland	EUR Mio.	0,3	0,3	0,7	0,9	1,2	1,7	2,1
International	EUR Mio.	0,1	0,1	0,5	0,6	0,5	0,5	0,2
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>27,2%</b>	<b>15,2%</b>	<b>22,4%</b>	<b>8,0%</b>
Deutschland	%	n/a	n/a	n/a	35,8%	32,1%	34,9%	28,3%
International	%	n/a	n/a	n/a	15,4%	-11,8%	-7,5%	-63,0%
<b>in % der Erlöse</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	69,5%	72,0%	57,6%	61,5%	70,5%	77,7%	92,4%
International	%	30,5%	28,0%	42,4%	38,5%	29,5%	22,3%	7,6%
<b>Umsatz je Transplantat</b>	<b>EUR</b>	<b>3.978</b>	<b>3.321</b>	<b>2.758</b>	<b>2.772</b>	<b>2.827</b>	<b>2.815</b>	<b>2.728</b>
davon Deutschland	EUR	3.569	3.317	2.919	2.705	2.624	2.621	2.657
davon Ausland	EUR	5.381	3.333	2.566	2.887	3.470	3.794	4.023
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>-31,9%</b>	<b>-16,5%</b>	<b>-17,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,0%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-3,1%</b>
davon Deutschland	%	-37,8%	-7,1%	-12,0%	-7,3%	-3,0%	-0,1%	1,4%
davon Ausland	%	-15,9%	-38,1%	-23,0%	12,5%	20,2%	9,3%	6,0%
<b>Mitarbeiter</b>		<b>17</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>39</b>
Deutschland		17	16	20	28	30	35	39
davon Zulassung und F&E		16	15	18	26	28	33	37
davon technischer Bereich		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon Vertrieb und Administration		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
davon Vorstand		1	1	2	2	2	2	2
davon Sonstige		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Segmente, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Anzahl der Transplantationen</b>		<b>950</b>	<b>1.085</b>	<b>1.222</b>	<b>1.450</b>	<b>1.700</b>	<b>2.100</b>	<b>2.800</b>
davon Deutschland		920	1.083	1.220	1.440	1.680	1.850	2.200
davon Ausland		30	2	2	10	20	250	600
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>11,9%</b>	<b>14,2%</b>	<b>12,6%</b>	<b>18,7%</b>	<b>17,2%</b>	<b>23,5%</b>	<b>33,3%</b>
davon Deutschland	%	14,3%	17,7%	12,7%	18,0%	16,7%	10,1%	18,9%
davon Ausland	%	-31,8%	-93,3%	0,0%	400,0%	100,0%	1150,0%	140,0%
<b>Anzahl der Transplantationen</b>		<b>950</b>	<b>1.085</b>	<b>1.222</b>	<b>1.450</b>	<b>1.700</b>	<b>2.100</b>	<b>2.800</b>
davon co.don chondrosphere		906	1.045	1.165	1.389	1.637	1.965	2.641
davon co.don chondrotransplant DISC		44	40	57	61	63	135	159
davon co.don osteotransplant DENT		0	0	0	0	0	0	0
davon Sonstige		0	0	0	0	0	0	0
<b>Erlöse nach Regionen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>	<b>9,9</b>	<b>15,4</b>
Deutschland	EUR Mio.	2,6	3,6	4,5	5,2	6,7	8,4	10,9
International	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	1,5	4,5
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>16,3%</b>	<b>34,5%</b>	<b>23,6%</b>	<b>17,4%</b>	<b>31,2%</b>	<b>43,2%</b>	<b>55,8%</b>
Deutschland	%	21,1%	39,5%	23,6%	16,2%	30,1%	24,1%	30,0%
International	%	-41,8%	-90,3%	30,0%	438,5%	114,3%	900,0%	200,0%
<b>in % der Erlöse</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	96,2%	99,7%	99,7%	98,7%	97,8%	84,8%	70,7%
International	%	3,8%	0,3%	0,3%	1,3%	2,2%	15,2%	29,3%
<b>Umsatz je Transplantat</b>	<b>EUR</b>	<b>2.835</b>	<b>3.338</b>	<b>3.663</b>	<b>3.624</b>	<b>4.056</b>	<b>4.702</b>	<b>5.494</b>
davon Deutschland	EUR	2.815	3.335	3.658	3.600	4.015	4.526	4.947
davon Ausland	EUR	3.433	5.000	6.500	7.000	7.500	6.000	7.500
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>3,9%</b>	<b>17,8%</b>	<b>9,7%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>11,9%</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,8%</b>
davon Deutschland	%	5,9%	18,5%	9,7%	-1,6%	11,5%	12,7%	9,3%
davon Ausland	%	-14,7%	45,6%	30,0%	7,7%	7,1%	-20,0%	25,0%
<b>Mitarbeiter</b>		<b>45</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>65</b>	<b>70</b>	<b>75</b>	<b>80</b>
Deutschland		45	52	63	65	70	75	80
davon Zulassung und F&E		11	13	14	14	13	11	9
davon technischer Bereich		23	26	30	32	35	42	46
davon Vertrieb und Administration		9	11	17	17	20	20	23
davon Vorstand		2	2	2	2	2	2	2
davon Sonstige		0	0	0	0	0	0	0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick I, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	0,4	0,5	1,2	1,5	1,8	2,1	2,3
Rohhertrag	EUR Mio.	0,4	0,4	0,5	1,3	1,0	1,7	2,3
EBITDA	EUR Mio.	-1,7	-1,5	-1,5	-1,0	-1,6	-1,3	-0,9
EBIT	EUR Mio.	-2,4	-1,7	-1,7	-1,1	-1,7	-1,4	-1,0
EBT	EUR Mio.	-2,3	-1,7	-1,4	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,3	-1,5	-1,4	-0,9	-1,7	-1,4	-1,0
Anzahl Mitarbeiter		17	16	20	28	30	35	39
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	14,34	7,19	4,43	2,51	1,47	2,95	2,45
Kurs Tief	EUR	0,99	3,86	1,97	1,04	0,71	0,78	0,72
Kurs Durchschnitt	EUR	4,42	5,16	3,20	1,78	1,07	1,91	1,43
Kurs Schlusskurs	EUR	5,94	4,47	2,10	1,23	1,04	2,25	0,87
EPS	EUR	-0,29	-0,13	-0,12	-0,08	-0,14	-0,11	-0,14
BVPS	EUR	0,43	0,49	0,37	0,30	0,15	0,18	0,35
CFPS	EUR	-0,20	-0,13	-0,09	-0,08	-0,10	-0,14	-0,20
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							
Performance bis Kursziel	%							
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	-459,7%	-329,5%	-127,1%	-62,4%	-89,3%	-61,1%	-37,1%
EBIT-Marge	%	-637,1%	-374,2%	-138,5%	-69,9%	-96,5%	-66,9%	-43,8%
EBT-Marge	%	-632,9%	-362,6%	-120,9%	-60,4%	-95,3%	-66,7%	-43,5%
Netto-Marge	%	-631,6%	-326,2%	-120,6%	-60,6%	-95,7%	-66,8%	-43,5%
FCF-Marge	%	-433,2%	-341,1%	-100,6%	-84,0%	-72,6%	-86,8%	-63,9%
ROE	%	-67,3%	-25,7%	-32,5%	-26,2%	-90,8%	-59,3%	-40,7%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	9,0%	4,6%	8,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	22	29	60	54	58,4	61,3	59,4
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-138,7	-108,8	-82,9	-38,0	-56,4	-41,0	-26,0
Capex/Umsatz	%	-175,6%	-41,1%	4,0%	-3,2%	-5,9%	-4,1%	-1,1%
Rohhertragsprämie	%	484,3%	573,2%	207,8%	358,2%	165,4%	240,1%	298,6%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	0,5%	25,7%	157,4%	27,2%	15,2%	22,4%	8,0%
Rohhertrag	%	-46,0%	-4,8%	13,3%	175,6%	-26,5%	74,9%	38,2%
EBITDA	%	-28,1%	-9,9%	-0,7%	-37,6%	64,8%	-16,3%	-34,5%
EBIT	%	-9,4%	-26,2%	-4,7%	-35,8%	59,0%	-15,2%	-29,3%
EBT	%	-1,7%	-28,0%	-14,2%	-36,4%	81,7%	-14,4%	-29,6%
Nettoergebnis	%	-2,6%	-35,1%	-4,8%	-36,1%	81,7%	-14,6%	-29,6%
EPS	%	-39,1%	-56,5%	-4,8%	-36,1%	81,7%	-22,3%	30,1%
CFPS	%	-51,6%	-33,9%	-33,8%	-8,8%	29,8%	37,8%	40,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Auf einen Blick I, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	2,7	3,6	4,5	5,3	6,9	9,9	15,4
Rohrertrag	EUR Mio.	2,3	2,7	4,3	4,6	6,3	9,2	14,4
EBITDA	EUR Mio.	-2,2	-2,5	-2,3	-2,6	-0,3	1,6	5,5
EBIT	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-0,6	1,3	5,2
EBT	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-0,6	1,3	5,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-0,6	1,3	4,7
Anzahl Mitarbeiter		45	52	63	65	70	75	80
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	1,38	1,66	3,82	3,44			
Kurs Tief	EUR	0,72	0,70	1,16	2,05			
Kurs Durchschnitt	EUR	1,02	0,95	2,47	2,60			
Kurs Schlusskurs	EUR	0,93	1,54	2,35	2,40	2,40	2,40	2,40
EPS	EUR	-0,22	-0,24	-0,18	-0,21	-0,04	0,09	0,34
BVPS	EUR	0,38	0,16	0,31	0,10	0,06	0,15	0,49
CFPS	EUR	-0,22	-0,14	-0,13	-0,28	-0,02	0,10	0,36
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							4,20
Performance bis Kursziel	%							75,0%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	-83,1%	-68,4%	-50,6%	-50,2%	-4,8%	16,2%	35,9%
EBIT-Marge	%	-88,4%	-73,5%	-55,3%	-55,1%	-8,7%	13,4%	33,9%
EBT-Marge	%	-88,3%	-74,0%	-55,6%	-55,5%	-8,8%	13,3%	33,9%
Netto-Marge	%	-88,4%	-74,1%	-55,7%	-55,5%	-8,7%	12,9%	30,4%
FCF-Marge	%	-89,5%	-58,7%	-42,5%	-80,3%	-9,8%	10,2%	29,5%
ROE	%	-59,4%	-148,0%	-58,2%	-212,2%	-78,1%	62,3%	69,6%
NWC/Umsatz	%	13,9%	4,0%	4,6%	4,8%	5,2%	5,8%	4,3%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	59,8	69,7	71,0	80,8	98,5	131,6	192,3
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-52,9	-51,2	-39,3	-44,5	-8,5	17,6	65,3
Capex/Umsatz	%	-0,8%	7,6%	-0,7%	0,8%	0,7%	0,5%	0,3%
Rohrertragsprämie	%	450,4%	260,6%	581,4%	180,6%	216,5%	309,6%	765,5%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	16,3%	34,5%	23,6%	17,4%	31,2%	43,2%	55,8%
Rohrertrag	%	1,2%	16,8%	56,3%	6,9%	37,1%	45,9%	56,8%
EBITDA	%	160,8%	10,6%	-8,6%	16,6%	-87,5%	n/a	244,3%
EBIT	%	134,5%	11,8%	-7,0%	16,8%	-79,4%	n/a	295,3%
EBT	%	136,2%	12,7%	-7,1%	17,1%	-79,3%	n/a	297,4%
Nettoergebnis	%	136,1%	12,7%	-7,1%	16,9%	-79,3%	n/a	267,0%
EPS	%	57,4%	8,2%	-24,8%	16,9%	-79,3%	n/a	267,0%
CFPS	%	11,4%	-35,7%	-8,0%	119,6%	-91,3%	n/a	261,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2005-11

IFRS (31.12.)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,1	0,9	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8
Umlaufvermögen	EUR Mio.	3,0	5,4	4,3	3,1	2,0	2,1	2,1
Eigenkapital	EUR Mio.	3,5	5,9	4,4	3,5	1,8	2,4	2,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,6	0,5	0,8	0,7	1,2	0,7	0,5
EK-Quote	%	85,2%	92,4%	84,7%	84,4%	61,1%	78,7%	83,2%
Gearing	%	-79,9%	-87,0%	-88,1%	-78,3%	-86,7%	-72,0%	-53,7%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2
Asset Turnover	x	0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,7	0,8
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	8.014	11.949	11.949	11.949	11.949	13.144	7.109
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	114,9	85,9	52,9	30,0	17,6	38,8	17,4
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	7,9	46,1	23,5	12,4	8,5	10,3	5,1
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	35,4	61,7	38,2	21,3	12,8	25,1	10,2
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	47,6	53,4	25,1	14,7	12,4	29,6	6,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-2,8	-5,1	-3,9	-2,8	-1,6	-1,7	-1,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	112,1	80,8	49,0	27,2	16,0	37,0	16,1
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	10,7	51,2	27,5	15,2	10,1	12,0	6,5
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	38,2	66,8	42,2	24,0	14,4	26,8	11,5
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	50,4	58,5	29,0	17,4	14,0	31,3	7,5
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	303,08	173,74	40,95	17,88	9,11	17,27	6,94
EV/Umsatz Tief	x	28,95	110,21	22,94	9,97	5,75	5,59	2,79
EV/Umsatz Durchschnitt	x	103,23	143,62	35,22	15,78	8,21	12,51	4,96
EV/Umsatz Schlusskurs	x	136,16	125,89	24,24	11,46	8,00	14,60	3,25
EV/EBITDA Hoch	x	-65,93	-52,73	-32,21	-28,65	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	-6,30	-33,45	-18,05	-15,97	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	-22,46	-43,59	-27,71	-25,28	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	-29,62	-38,21	-19,07	-18,36	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	-21,37	-33,64	-17,49	-16,39	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV Schlusskurs	x	13,7	9,1	5,6	4,2	6,7	12,2	2,5
FCF-Yield	%	-3,4%	-3,0%	-4,8%	-8,7%	-10,2%	-6,3%	-23,9%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-1,6	-1,5	-1,0	-0,9	-1,2	-1,8	-1,4
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	-1,6	-1,6	-1,2	-1,3	-1,3	-1,9	-1,5
Free Cashflow	EUR Mio.	4,3	3,9	0,0	0,1	0,1	2,0	1,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								



## Auf einen Blick II, 2012-18e

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,8	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	4,4	2,3	5,0	1,0	1,2	2,1	6,9
Eigenkapital	EUR Mio.	4,0	1,8	4,3	1,4	0,8	2,0	6,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,2	1,6	1,8	0,7	1,6	1,3	1,5
EK-Quote	%	77,5%	52,7%	70,6%	66,3%	32,4%	61,4%	82,1%
Gearing	%	-70,8%	-66,3%	-99,5%	-3,4%	81,4%	-18,5%	-73,1%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,4	0,1	0,2	0,3	0,4	0,6	0,7
Asset Turnover	x	0,5	1,1	0,7	2,5	2,9	3,0	1,9
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	10.663	11.108	13.722	13.722	13.722	13.722	13.722
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	14,7	18,4	52,4	47,2			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	7,7	7,8	15,9	28,1			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	10,9	10,6	33,9	35,7			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	9,9	17,1	32,2	32,9	32,9	32,9	32,9
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-2,8	-1,2	-4,3	0,0	0,6	-0,4	-4,9
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.	11,9	17,2	48,2	47,2			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	10,5	9,0	20,2	28,2			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	13,7	11,8	38,2	35,7			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	12,8	18,3	36,5	33,0	32,3	33,3	37,9
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	4,41	4,76	10,76	8,97	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	3,90	2,48	4,51	5,36	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	5,09	3,25	8,53	6,80	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	4,74	5,06	8,16	6,28	4,69	3,37	2,46
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	20,8	6,9
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25,2	7,3
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25,8	7,0
KBV Schlusskurs	x	2,5	9,4	7,5	24,0	42,7	16,1	4,9
FCF-Yield	%	-24,3%	-12,4%	-5,9%	-12,8%	-2,0%	3,1%	13,8%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-2,3	-1,6	-1,8	-3,9	-0,3	1,4	4,9
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,1	-0,6	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Free Cashflow	EUR Mio.	-2,4	-2,1	-1,9	-4,2	-0,7	1,0	4,5
Free Cashflow	EUR Mio.	3,9	0,5	5,0	0,0	0,7	-0,7	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene capital**

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

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

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in 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 und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

**Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag 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)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

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

#### Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

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

#### Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

**Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

**Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

**Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

**Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

#### Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
21.10.2015	EUR 4,20	Buy	1; 2; 8
20.08.2015	EUR 4,20	Buy	1; 8
05.08.2015	EUR 4,20	Buy	1; 8
13.04.2015	EUR 4,20	Buy	1; 8
13.03.2015	EUR 4,20	Buy	1; 8
10.02.2015	EUR 4,20	Buy	1; 2; 8

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

#### Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung: Informationsquellen

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

#### Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

#### Erklärung des Erstellers dieser Studie

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