

B-A-L Germany Vz.

Reuters: BAM_p.SG

Bloomberg: 1691581D GR EQU

Wertsteigernde Portfeuilleakquisition – Hochstufung auf Buy

Nachdem die Aktien von B-A-L Germany seit Aufnahme unserer Research Coverage mit einem Sell-Rating 71,6% an Wert verloren und unser bisheriges Kursziel von EUR 1,88 unterschritten haben, sehen wir den jüngsten Newsflow als ausgesprochen positiv an. Wir stufen die B-A-L-Aktien auf Buy hoch und heben unser aus einem fundamentalanalytischen Wertschöpfungsmodell abgeleitetes Kursziel auf EUR 2,50 von bislang EUR 1,88 je Aktie an.

Auslöser der Hochstufung ist, dass B-A-L Germany am vergangenen Freitag die Übernahme eines Wohnimmobilienportefolles im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung bekannt gegeben hat. Übernommen werden 36 Wohnungen mit einer Wohnfläche von knapp 2.000 qm im sächsischen Kerngebiet des Unternehmens: in D-Lagen, also ländlicheren Lagen mit weniger als 50.000 Einwohnern. Unterstellen wir eine für B-A-L typische Vermietungsquote von 100% ergeben sich nach unseren Berechnungen jährliche Mieteinnahmen von etwa EUR 0,120 Mio. Mit einer von uns geschätzten Mietrendite von 12% und einem Kaufpreismultiplikator von 8,3x hat der Erwerb des Portefolles aus unserer Sicht unmittelbar wertsteigernde Wirkungen.

Da eine jährliche Überprüfung der Immobilienwerte für nach HGB bilanzierende Unternehmen wie B-A-L Germany nicht vorgesehen ist, sondern stattdessen das gemilderte Niederstwertprinzip gilt, wonach der jeweils niedrigere Wert aus Anschaffungs-/Herstellungskosten und Wert am Bilanzstichtag anzusetzen ist, ist eine Anpassung der Immobilienbewertung an die aktuellen Preisentwicklungen nicht vorgesehen. Ein Bestandhalter wie B-A-L Germany, dessen Geschäftsmodell es ist, Immobilien explizit unter dem Marktpreis einzukaufen, wird dementsprechend „bestraft“, da sich die eigentliche Wertschöpfung des Geschäftsmodells nicht in den Buchwerten in der Bilanz widerspiegelt. Insofern sind die für Immobilienunternehmen typischen Bewertungsverfahren wie Kurs-Buchwertverhältnis für B-A-L Germany nur begrenzt anwendbar.

Wir verwenden stattdessen ein intrinsisches Wertschöpfungsmodell, bei dem wir davon ausgehen, dass eine angemessene Bewertung der Aktie dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den damit verbundenen Kapitalkosten entspricht. Daraus errechnen sich für B-A-L Germany auf Basis unserer Kapital- und Ertragsschätzungen Werte des Eigenkapitals von EUR 5,6 Mio. bzw. von EUR 2,50 je Vorzugsaktie.

Rating: Buy (Bislang: Sell) **Risiko:** Gering

Kurs: EUR 1,65

Kursziel: EUR 2,50 (bislang: EUR 1,88)

WKN / ISIN: A2NBN9 / DE000A2NBN90

Indizes: -

Transparenzlevel: Direct Market Wien, Freiverkehr Stuttgart

Gewichtete Anzahl Aktien: 2,6 Mio. (nach Sach-KE)

Marktkapitalisierung: EUR 4,3 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück

Hauptversammlung: 17. Dezember 2019

EUR Mio. (31.12.)	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	0,088	0,297	0,680	0,961
EBITDA	-0,089	0,080	0,375	0,542
EBIT	-0,101	0,065	0,350	0,507
EBT	-0,107	0,057	0,340	0,495
EAT	-0,104	0,041	0,255	0,371

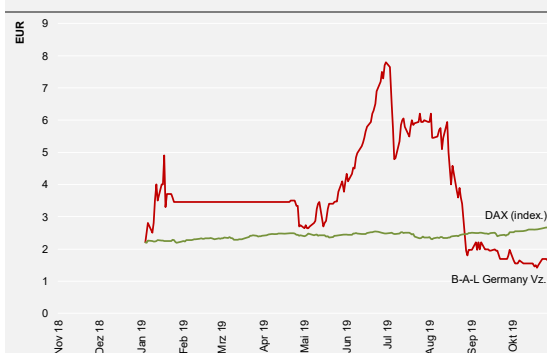
% der Umsätze	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	-101,6%	27,0%	55,2%	56,4%
EBIT	-115,3%	21,9%	51,5%	52,7%
EBT	-121,5%	19,2%	50,0%	51,5%
EAT	-118,9%	13,8%	37,5%	38,6%

Je Aktie (EUR)	2018	2019e	2020e	2021e
EPS	-0,08	0,02	0,10	0,14
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,02	1,13	1,23	1,37
Cashflow	-0,05	0,05	0,12	0,15

%	2018	2019e	2020e	2021e
EK-Quote	74,6%	84,1%	81,5%	82,4%
Gearing	35%	32%	15%	4%

x	2018	2019e	2020e	2021e
KGv	n/a	n/a	16,8	11,6
EV/Umsatz	n/a	17,58	7,02	4,60
EV/EBITDA	n/a	80,2	13,6	8,7
KBV	n/a	1,5	1,3	1,2

EUR Mio.	2019e	2020e	2021e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a	n/a
Guidance: EBIT	n/a	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

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der an der Wiener Börse und im Stuttgarter Freiverkehr notierten B-A-L Germany AG auf der Basis eines Wertschöpfungsmodells (Primärbewertungsmethode). Dabei gehen wir davon aus, dass eine faire Bewertung des Unternehmens frühestens dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den mit deren Generierung verbundenen Kapitalkosten entspricht. Unter Zugrundelegung dieses Bewertungsverfahrens ergeben sich für B-A-L Germany auf Basis unserer Kapital- und Ertrags-schätzungen Werte des Eigenkapitals von EUR 5,6 Mio. bzw. von EUR 2,50 je Vorzugsaktie (basierend auf 2,6 Mio. Stück Aktien nach erfolgter Sachkapitalerhöhung).

Bestätigt wird dieses Kursziel durch Peergroup-Multiples, aus denen sich auf Basis der Consensus-Schätzungen sowie unserer eigenen Prognosen für B-A-L Germany bei Verwendung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses Werte des Eigenkapitals von EUR 2,33 je Vorzugsaktie errechnen.

Stammaktien werden in Deutschland mit Bewertungsaufschlägen von aktuell bis zu 54,6% auf die Vorzugsaktien gehandelt. Diese Aufschläge auf unsere Bewertungsergebnisse angewendet ergäben sich für die nicht börsennotierten B-A-L Germany-Stämme Werte von bis zu EUR 3,86 je Aktie.

K/BV bei Immobilienunternehmen im Normalfall der relevante Multiplikator

Typischerweise werden börsennotierte Immobilienbestandshalter anhand des Kurs-Buchwert- bzw. des Kurs-Net-Asset-Value-Verhältnisses (K/BV bzw. P/NAV) bewertet. Dies hat im Wesentlichen vier Gründe:

- ⑤ **Erstens**, weil anhand substanzbasierter Kennzahlen auch jene Immobilienunternehmen bewertet werden, deren Cashflows aufgrund von Leerständen nicht die vollvermieteten Werte des Immobilienbestands widerspiegeln.
- ⑤ **Zweitens**, weil marktwertorientierte Kennzahlen den tatsächlichen Immobilienwert besser widerspiegeln, wenn etwa Mietpreisregulierungen eine laufende Anpassung der Cashflows verbieten.
- ⑤ **Drittens**, weil eine Peergroup-Bewertung weniger aufwändig ist als eine DCF-Bewertung, da keine expliziten Schätzungen von Diskontierungsraten oder Cashflows (to Equity oder to the Firm) erforderlich sind.
- ⑤ **Viertens**, weil Immobilien, nur weil sie im Bestand eines Immobilienunternehmens sind, keinen nennenswert höheren Wert haben sollten als wenn sie isoliert betrachtet werden würden.

Bei profitablen Immobilienunternehmen schwanken die K/BV- oder P/NAV-Multiples im Zyklusdurchschnitt typischerweise um den Wert eins: Multiplikatoren von 1,3 und mehr werden für gewöhnlich als überbewertet angesehen, Werte von unter 0,7 als unterbewertet.

Voraussetzungen für die Verwendung substanzbasierter Peergroup-Multiples

Um durch den Einsatz substanzbasierter Peergroup-Multiples den Wert eines Unternehmens bestimmen zu können, müssen zwei Voraussetzungen gegeben sein:

- ⑤ **Erstens:** In der Summe entsprechen die Buchwerte der Bestandsimmobilien ihren Marktwerten.
- ⑤ **Zweitens:** Es gibt eine ausreichende Anzahl börsennotierter Vergleichsunternehmen.

Warum das Kurs-Buchwert-Verhältnis bei B-A-L Germany nicht zielführend ist

Erste Voraussetzung für die Funktionsweise des Kurs-Buchwert-Verhältnisses ist, dass der Buchwert den Marktwert der Bestandsimmobilien widerspiegelt. Dies ist für gewöhnlich der Fall, wenn die Immobilienbestände nach der „Mark-to-Market-Regel“ bewertet werden. Diese ist unter der IAS-Bilanzierungspraxis gewährleistet, die eine Bilanzierung von Vermögenswerten zu aktuellen Marktpreisen fordert. Dabei hat eine jährliche Überprüfung der Werthaltigkeit der Bestandsimmobilien durch einen unabhängigen Immobilienbewerter zu erfolgen.

Für die Bilanzierung von Sachanlagevermögen gilt nach HGB das gemilderte Niederstwertprinzip, wonach der Anschaffungspreis um planmäßige Abschreibungen vermindert werden muss.

Eine jährliche Überprüfung der Immobilienwerte ist für nach HGB bilanzierende Unternehmen jedoch nicht vorgesehen. Hier gilt das gemilderte Niederstwertprinzip, das verlangt, den jeweils niedrigeren Wert aus Anschaffungs-/Herstellungskosten und Wert am Bilanzstichtag zu verwenden. Eine Anpassung des Immobilienwertes an aktuelle Preisentwicklungen ist hierbei nicht vorgesehen. Immobilienunternehmen wie B-A-L Germany, deren Geschäftsmodell es ist, Immobilien explizit unter dem Marktpreis einzukaufen, werden dementsprechend „bestraft“, da sich die eigentliche Wertschöpfung des Geschäftsmodells nicht in den Buchwerten in der Bilanz widerspiegelt.

Über die Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle

Zweite Voraussetzung für die Funktionsweise von Peergroup-Multiples ist die Existenz von Vergleichsunternehmen. Auch wenn sich Immobilienunternehmen ausschließlich mit Immobilien beschäftigen, sind ihre Geschäftsmodelle nicht miteinander vergleichbar. So müssen unter anderem die Wertschöpfung (Immobilienentwicklung, Immobilienhandel oder Immobilienbestandshaltung), die Assetklasse (Wohn-, Logistik- oder Gewerbeimmobilien), die Gesellschaftsform (REIT oder REOC) und die regionale oder internationale Positionierung berücksichtigt werden. In nachstehender Tabelle 1 haben wir die Eckdaten der in Deutschland börsennotierten Immobilienunternehmen zusammengefasst:

Nur fünf, nach HGB bilanzierende Wohnimmobilienunternehmen

Aus nachstehender Tabelle 1 wird ersichtlich, dass es neben B-A-L Germany nur fünf börsennotierte Immobilienunternehmen gibt, die ebenfalls (zumindest in Teilen) auf Wohnimmobilien spezialisiert sind und ihren Jahresabschluss nach HGB aufstellen. Von diesen

- ⑤ ist zwar die 1913 gegründete **GAG Immobilien AG** räumlich sogar noch stärker fokussiert als B-A-L Germany, nämlich auf Immobilien in der Stadt Köln anstelle des Freistaats Sachsen, allerdings mit 44.000 Wohnungen und mehr als 3,0 Mio. qm Wohn- und Gewerbefläche auch signifikant größer.
- ⑤ ist **Noratis AG** kein reiner Bestandshalter, sondern ein Immobilienhändler, der nach erfolgter Modernisierung und Aufwertung die Immobilien verkauft, was typischerweise erhebliche Schwankungen in den Umsatz- und Ertragskennzahlen zur Folge hat.
- ⑤ ist **RCM Beteiligungs AG** zwar wie B-A-L Germany in Sachsen bzw. Dresden tätig, jedoch wesentlich stärker von Verkaufserlösen abhängig und damit im Grunde als Immobilienhändler einzustufen, mit entsprechenden Konsequenzen auf die Ertragsentwicklung.
- ⑤ bewirtschaftet **Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA**, die ehemalige Gabriel Sedlmayr Spaten-Franziskaner Bräu KGaA, zwar Bestände an Wohn- und

Gewerbeimmobilien in München und Stuttgart, ist jedoch mit einer vermietbaren Wohn-/Nutzfläche von rund 475.000 qm signifikant größer als B-A-L Germany.

- § bewirtschaftet **Stinag Stuttgart Invest AG**, die ehemalige Stuttgart Hofbräu AG, zwar ein Immobilienportefeuille in Stuttgart, hat jedoch einen klaren Schwerpunkt auf Gewerbeimmobilien.

TABELLE 1: BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND

Unternehmen	Wohnimmobilien	Gewerbeimmobilien	Sonstige	Bestandshaltung	HGB	IFRS	Land	Segment	Index
Accentro Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
Adler Real Estate AG							GER	Prime Standard	SDAX
ADO Properties S.A.							LUX	Prime Standard	SDAX
Agrob Immobilien AG							GER	-	-
Alstria Office REIT-AG							GER	Prime Standard	MDAX
Aroundtown Property Holdings SA							LUX	Prime Standard	MDAX
B-A-L Germany AG							GER	-	-
BUWOG AG							AUT	Prime Standard	-
CA Immo AG							AUT	-	-
Consus Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
Corestate Capital Holding S.A.							GER	Prime Standard	SDAX
CR Capital Real Estate AG							GER	-	-
Defama Deutsche Fachmarkt AG							GER	-	-
Demire AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche EuroShop AG							GER	Prime Standard	MDAX
Deutsche Grundstücksauktionen AG							GER	-	-
Deutsche Industrie REIT-AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche Konsum REIT-AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche Wohnen AG							GER	Prime Standard	MDAX
DIC Asset AG							GER	Prime Standard	SDAX
ERWE Immobilien AG							GER	General Standard	
Eyemaxx Real Estate AG							GER	-	-
Fair Value REIT AG							GER	-	-
FCR Immobilien AG							GER	-	-
Franconofurt AG							GER	-	-
GAG Immobilien AG Vz.							GER	-	-
Gateway Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
GIEAG Immobilien AG							GER	-	-
Godewind Immobilien AG							GER	Prime Standard	-
Grand City Properties S.A.							LUX	Prime Standard	MDAX
GSW Immobilien AG							GER	-	-

QUELLE: SPHENE CAPITAL

TABELLE 1: BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND (FORTS.)

Unternehmen	Wohn immobilien	Gewerbe- immobilien	Sonstige	Bestands- haltung	HGB	IFRS	Land	Segment	Index
GxP German Properties AG							GER	-	-
Hamborner REIT AG							GER	Prime Standard	SDAX
Hasen-Immobilien AG							GER	-	-
Helma Eigenheimbau AG							GER	-	-
Immofinanz AG							AUT	-	-
InCity Immobilien AG							GER	-	-
Instone Real Estate Group AG							GER	Prime Standard	-
LEG Immobilien AG							GER	Prime Standard	MDAX
Noratis AG							GER	-	-
Patrizia Immobilien AG							GER	Prime Standard	SDAX
Primag AG							GER	-	-
publity AG							GER	-	-
RCM Beteiligungs AG							GER	-	-
S IMMO AG							AUT	-	-
Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA							GER	-	-
Stern Immobilien AG							GER	-	-
Stinag Stuttgart Invest AG							GER	-	-
TAG Immobilien AG							GER	Prime Standard	MDAX
TLG Immobilien AG							GER	Prime Standard	SDAX
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz AG							GER	-	-
VIB Vermögen AG							GER	-	-
Vonovia SE							GER	Prime Standard	DAX
Warimpex AG							AUT	-	-
WCM Beteil.- und Grundbesitz-AG							GER	-	-

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Ermittlung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses aus der Peergroup

In nachstehender Tabelle 2 haben wir die Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Peergroup zusammengefasst:

TABELLE 2: PEERGROUP-MULTIPLES BÖRSENNOTIERTER WOHNIMMOBILIENBESTANDSHALTER

Unternehmen	Kurs (EUR)	K/BV 2019e (x)	K/BV 2020e (x)	K/BV 2021e (x)
GAG Immobilien AG Vz.	76,00	1,75x	1,72x	1,70x
Noratis AG	20,80	1,38x	1,32x	1,28x
RCM Beteiligungs AG	2,08	1,89x	1,73x	1,60x
Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA	3.500,00	10,77x	10,14x	9,46x
Stinag Stuttgart Invest AG	26,40	2,34x	2,30x	2,23x
Median		1,89x	1,73x	1,70x
Kursziel B-A-L Germany AG Vz. (EUR)		2,13	2,13	2,33

QUELLE: BLOOMBERG, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel von rund EUR 2,33 je Aktie

Aus dem K/BV der kommenden drei Jahre lässt sich für B-A-L Germany ein Kursziel in einer Bandbreite zwischen EUR 2,13 und EUR 2,33 je Aktie ableiten.

Allerdings stufen wir die Ergebnisse nur als begrenzt aussagekräftig ein, da die Geschäftsmodelle der Vergleichsunternehmen mit dem von B-A-L Germany trotz der gewählten Eingrenzung nur zum Teil übereinstimmen. Da auch eine At-Cost-Bewertung nicht sinnvoll ist – B-A-L Germany erwirbt grundsätzlich keine Neubauten – sollte zu einer intrinsischen Unternehmensbewertung als zielführende Bewertungsmethode gewechselt werden.

Das von uns für die Bewertung von B-A-L Germany herangezogene Bewertungsverfahren ist ein Wertschöpfungsmodell. Hierbei überprüfen wir, ob das dem Unternehmen zur Verfügung gestellte Kapital wertschöpfend eingesetzt wird und ob diese Wertschöpfung im derzeitigen Aktienkurs widerspiegelt wird oder nicht. Aus diesem Wertschöpfungsmodell errechnen wir für B-A-L Germany einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 5,6 Mio. bzw. von EUR 2,50 je Aktie.

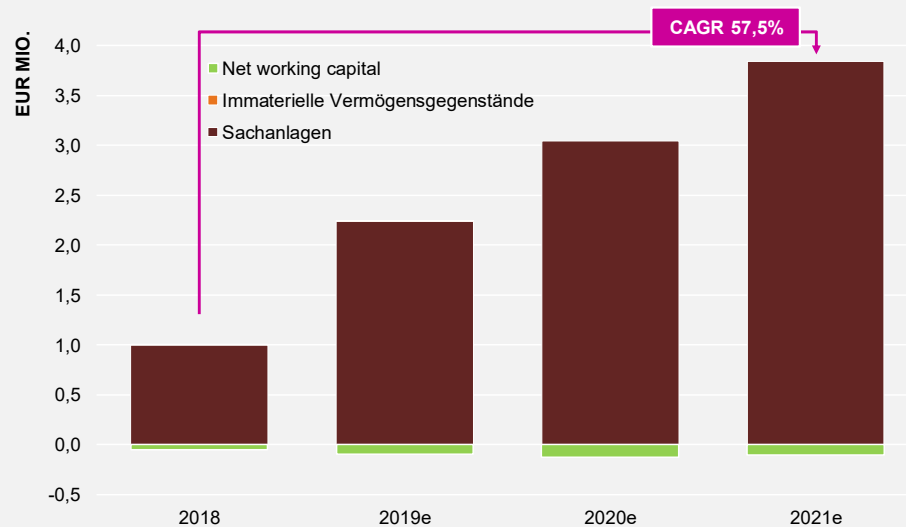
Verwendung des Wertschöpfung-Multiplikators

Zunächst gilt es zu ermitteln, ob B-A-L Germany überhaupt ein wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Hierzu ermitteln wir zunächst die Kosten des eingesetzten Kapitals und vergleichen diese anschließend mit der Rendite auf das eingesetzte Kapital.

Berechnung des eingesetzten Kapitals

Nachfolgende Abbildung 1 zeigt das von uns aus den Bilanzdaten abgeleitete eingesetzte Kapital von B-A-L Germany für die Jahre 2018 bis 2021e:

ABBILDUNG 1: EINGESETZTES KAPITAL, 2018-21E



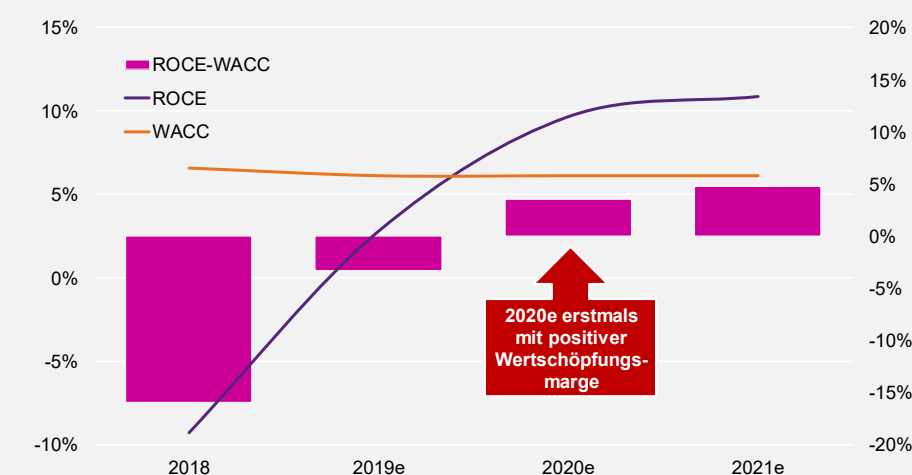
Die von uns prognostizierten Immobilienerwerbungen werden aus der jüngsten Kapitalerhöhung und der von uns prognostizierten Thesaurierung der erwirtschafteten Cashflows finanziert. Daraus ergibt sich in unserem Bewertungsmodell ein Anstieg des eingesetzten Kapitals auf dann EUR 3,7 Mio. bis zum Jahr 2021e.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Rendite auf das eingesetzte Kapital

In einem zweiten Schritt ermitteln wir die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE), indem wir das adjustierte operative Ergebnis (NOPLAT) berechnen und durch das eingesetzte Kapital dividieren. Anschließend vergleichen wir die ermittelten ROCE-Werte mit den Kapitalkosten (WACC):

ABBILDUNG 2: RENDITE AUF DAS EINGESETZTES KAPITAL (ROCE), 2018-21E



Erstmals wird B-A-L Germany nach unseren Prognosen im Jahr 2020e eine positive Wertschöpfungsmarge aufweisen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

B-A-L Germany erstmals 2020e mit positiver Wertschöpfungsmarge

Aus oben stehender Abbildung 2 wird ersichtlich, dass B-A-L Germany nach unseren Prognosen bis einschließlich des Jahres 2019e eine negative Wertschöpfungsmarge

aufweist. Erstmals wird die Wertschöpfungsmarge im Jahr 2020e positiv. Wir gehen davon aus, dass B-A-L Germany in den Jahren danach die Wertschöpfungsmarge sukzessive ausbauen wird.

Bewertung bei positiver Wertschöpfungsmarge

Aus unserer Sicht wird ein Investor sich frühestens von seiner Beteiligung an B-A-L Germany trennen, wenn das Unternehmen kein „Wertvernichter“ mehr ist. Nach unseren Schätzungen ist dies 2020e der Fall, wenn erstmals die Rendite auf das eingesetzte Kapital die Kosten des eingesetzten Kapitals übersteigt. Zu diesem Zeitpunkt wird ein Investor für seine Anteile einen Preis verlangen, der dem Wert des eingesetzten Kapitals entspricht. Daraus lässt sich ein Enterprise Value von EUR 4,584 Mio. ableiten. Zuzüglich der dann prognostizierten Nettofinanzposition von EUR 0,478 Mio. errechnet sich ein Barwert des Equity Values von EUR 4,106 Mio. bzw. von EUR 1,58 je Aktie.

Bezogen auf das Jahr 2021e liegt der Barwert des Eigenkapitals bei EUR 5,604 Mio. bzw. EUR 2,50 je Vorzugsaktie.

TABELLE 3: ABLEITUNG DES KURSZIELS JE VORZUGSAKTIE AUS DEM WERTSCHÖPFUNGSMODELLS

		2019e	2020e	2021e
EV/CE	x	2,43	1,64	1,18
ROCE/WACC	x	0,46	1,57	1,77
Zielwert des Enterprise Value	EUR Mio.	0,979	4,584	6,619
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,932	-0,478	-0,131
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000
Ziel-Marktkapitalisierung	EUR Mio.	0,047	4,106	6,488
Barwert	EUR Mio.	0,047	3,816	5,604
Anzahl Aktien	Mio.	2,600	2,600	2,600
Kursziel	EUR	0,02	1,58	2,50

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von B-A-L Germany sehen wir in einem langfristig ausgelegten Wertschöpfungsmodell die überlegene Bewertungsmethodik. Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals von EUR 2,50 je Aktie wären die Vorzugsaktien von B-A-L Germany mit folgenden Multiples bewertet:

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
KGv	x	n/a	16,8x	11,6x	n/a	25,5x	17,5x
EV/Umsatz	x	17,6x	7,0x	4,6x	25,0x	10,3x	6,9x
EV/EBIT	x	80,2x	13,6x	8,7x	n/a	19,9x	13,1x
KBV	x	1,5x	1,3x	1,2x	2,2x	2,0x	1,8x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Bewertung der nicht-börsennotierten Stammaktien

TABELLE 5: BEWERTUNGS- UND ABSCHLÄGE VON STAMMAKTEN GEGENÜBER VORZUGSAKTEN IN DEUTSCHLAND

	Vorzugsaktien (EUR)	Stammaktien (EUR)	Prämie (%)	Rechnerischer Wert B-A-L Germany Stammaktie (EUR)
Draegerwerk AG & Co. KGaA	56,55	39,75	-18,5%	2,03
Sartorius AG	182,00	164,00	-10,1%	2,24
Fuchs Petrolub AG	40,86	38,20	-9,0%	2,27
Henkel AG & Co. KGaA	95,06	88,60	-8,4%	2,29
KSB AG	270,00	294,00	-1,0%	2,47
Biotest AG	21,70	22,10	0,7%	2,51
VW AG	181,68	180,50	2,6%	2,56
Westag & Getalit AG	22,80	29,20	16,8%	2,91
BMW AG	59,15	75,04	23,6%	3,08
Sixt SE	62,50	91,85	54,6%	3,86
Mittelwert			5,1%	2,62

Downside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Schwächen und Downside-Risiken: **(1)** Verfehlung unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen, **(2)** anhaltende Ertragsbelastungen infolge von Einmaleffekten aus der Kapitaleinwerbung, **(3)** Mögliche Interessenskonflikte des Alleinvorstands, etwa beim Einkauf von Immobilien, **(4)** Reputationsrisiko aus der Kursentwicklung durch Push-Versuche einzelner Marktteilnehmer, **(5)** Risiken aus einem potenziellen Stock Overhang, **(6)** Beendigung

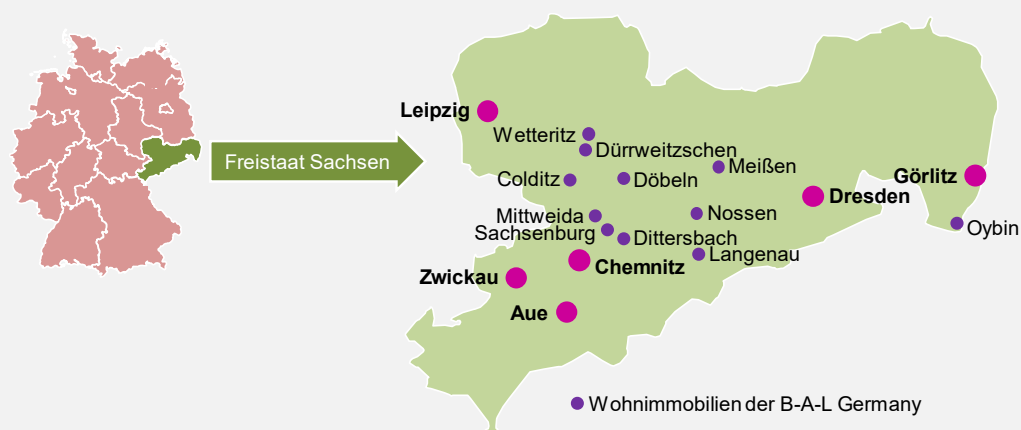
der Tätigkeit einzelner Führungspersonen („Key-Man-Risk“), **(7)** Regulatorische Eingriffe des Gesetzgebers („Mietpreisbremse“).

Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes von B-A-L Germany in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über eine Erhöhung des Stammkapitals, **(2)** Meldungen über eine besser als von uns erwartete Ertragsentwicklung.

B-A-L Germany ist ein Bestandshalter von Wohnimmobilien mit regionalem Schwerpunkt im Bundesland Sachsen. Dabei erwirbt B-A-L Germany keine Immobilienportefeuilles, sondern hat sich auf den kleinteiligen Erwerb von vermieteten Wohnimmobilien – Einzelwohnungen und kleinere Gebäude – in D-Lagen spezialisiert. Während diese Nische für die kapitalkräftigen börsennotierten Immobilienkonzerne nicht attraktiv ist, verfügen Privatpersonen meist nicht über die erforderlichen finanziellen Mittel, um langfristig mit B-A-L Germany mitbieten zu können. Aufgrund dieser geringen Wettbewerbsintensität liegen die von B-A-L Germany bezahlten Einkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und durchgeführten Renovierungsmaßnahmen bei durchschnittlich nur EUR 421 je Quadratmeter. Angesichts durchschnittlicher Quadratmetermieten von EUR 4,33 und allenfalls temporären Leerständen erzielt B-A-L-Germany damit Mietrenditen im deutlich zweistelligen Prozentbereich. Aktuell umfasst das Immobilienportefeuille des Meißener Unternehmens mehr als 2.100 Quadratmeter.

ABBILDUNG 3: IMMOBILIENSTANDORTE B-A-L GERMANY



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL

Unternehmensprofil

Mit einer Wohnfläche von mehr als 2.100 Quadratmetern ist B-A-L Germany ein Bestandshalter von Wohnimmobilien. Regional liegt der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit im Freistaat Sachsen, wo das Unternehmen auch seinen Firmensitz in der Stadt Meißen hat. Im Fokus steht der handverlesene, kleinteilige Erwerb von vermieteten Wohnungen oder kleineren Gebäuden zu niedrigen Kaufpreisen, unter anderem aus Notverkäufen, wodurch von B-A-L Germany ausnahmslos zweistellige Mietrenditen realisiert werden können. Neubauten oder umfangreiche Sanierungsmaßnahmen sind dagegen in dem Geschäftsmodell nicht vorgesehen.

In diesen, eher strukturschwachen Regionen Sachsens, ist es B-A-L Germany gelungen, aus unserer Sicht bemerkenswert niedrige Einkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und zwischenzeitlich durchgeführten Renovierungsmaßnahmen von durchschnittlich EUR 421 je Quadratmeter zu bezahlen. Hierdurch kann B-A-L Germany Kaltmieten aufrufen, die selbst in den strukturschwachen Regionen eine vollständige Vermietung wahrscheinlich machen. Gleichzeitig liegen die Mietrenditen bezogen auf die Bruttoeinkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und zwischenzeitlich durchgeführten Renovierungsmaßnahmen im Durchschnitt bei 20,9%.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	n/a	0,037	0,055	0,088	0,297	0,680	0,961
YoY	%	n/a	n/a	50,1%	58,9%	238,4%	128,8%	41,4%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	n/a	0,003	0,000	0,004	0,002	0,000	0,000
Gesamtleistung	EUR Mio.	n/a	0,039	0,055	0,092	0,299	0,680	0,961
YoY	%	n/a	n/a	40,0%	66,5%	224,6%	127,6%	41,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	-0,002	-0,008	-0,017	-0,022
in % der Gesamtleistung	%	n/a	0,0%	-0,5%	-2,0%	-2,8%	-2,5%	-2,3%
Rohertrag	EUR Mio.	n/a	0,039	0,055	0,090	0,290	0,662	0,939
YoY	%	n/a	n/a	39,3%	n/a	221,7%	128,3%	41,7%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	100,0%	99,5%	98,0%	97,2%	97,5%	97,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	-0,003	-0,006	-0,006	-0,006
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	0,0%	0,0%	-3,4%	-2,1%	-0,9%	-0,6%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	n/a	-0,026	-0,046	-0,176	-0,204	-0,281	-0,391
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	-70,0%	-83,2%	-201,0%	-68,6%	-41,4%	-40,7%
EBITDA	EUR Mio.	n/a	0,014	0,009	-0,089	0,080	0,375	0,542
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	37,3%	16,4%	-101,6%	27,0%	55,2%	56,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	-0,004	-0,005	-0,012	-0,015	-0,025	-0,035
Amortisation	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBIT	EUR Mio.	n/a	0,010	0,004	-0,101	0,065	0,350	0,507
YoY	%	n/a	n/a	-57,2%	n/a	-164,4%	437,6%	44,7%
YoY	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	24,7%	7,6%	-110,0%	21,8%	51,5%	52,7%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	n/a	-0,001	0,000	-0,005	-0,008	-0,010	-0,012
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBT	EUR Mio.	n/a	0,009	0,005	-0,107	0,057	0,340	0,495
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	23,3%	8,5%	-115,9%	19,1%	50,0%	51,5%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	EUR Mio.	n/a	0,000	-0,001	0,000	-0,014	-0,085	-0,124
in % des EBT	%	n/a	0,0%	-11,7%	-0,2%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	0,009	0,003	-0,104	0,041	0,255	0,371
in % der Bruttoerlöse	%	n/a	0,219	0,058	-1,134	0,137	0,375	0,386
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anzahl der Aktien	Mio.	n/a	1,3	1,3	1,3	2,6	2,6	2,6
EPS	EUR	n/a	0,01	0,00	-0,08	0,02	0,10	0,14

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Wohnfläche (qm)	Mietrendite (%)
Colditz	Ochsenfurter Straße 6	2006	01.04.2018	25.03.2018	35,00	10,6%
Döbeln	An der alten Gärtnerei 17	1995	01.03.2019	01.01.2007	55,00	12,3%
Döbeln	Staupitzstraße 18	1840	01.05.2019	01.08.2018	52,00	10,6%
Döbeln	Staupitzstraße 17	1840	01.04.2019	15.03.2019	37,00	12,5%
Frankenberg	Am Sachsenpark 19	1996	01.02.2015	01.04.2015	39,30	15,4%
Frankenberg	Sachsenburger Weg 5	1995	01.07.2019	15.09.2015	61,80	10,0%
Frankenberg	Am Sachsenpark 11	1998	01.01.2019	15.12.2017	58,00	7,2%
Frankenberg	Sachsenburger Weg 6	1995	01.03.2019	01.05.2019	61,02	9,4%
Frankenberg	Sachsenburger Weg 2	1996	01.03.2019	01.04.2015	28,60	10,0%
Grimma	Am Bielebornring 75	1995	01.04.2018	15.12.2018	85,01	9,4%
Grimma	Am Bielebornring 75	1995	01.05.2018	01.08.2006	85,01	10,3%
Grimma	Am Bielebornring 75	1995	01.05.2018	01.02.2013	54,52	6,5%
Grimma	Obstandstraße 39	1976	01.12.2018	01.07.2010	46,91	16,7%
Langenau	Freistraße 1	1959	01.03.2018	01.03.2019	49,01	14,1%
Meißen	Neugasse 20	1900	01.12.2015	24.11.2015	38,22	8,5%
Meißen	Neugasse 20	1900	01.10.2016	01.12.2013	49,27	9,3%
Meißen	Nossener Straße 12	1900	01.04.2019	01.05.2016	56,80	8,3%
Mittweida	Feldstraße 7	1993	01.09.2014	01.09.2014	19,67	18,7%
Mittweida	Feldstraße 7	1993	01.10.2014	01.10.2018	19,67	17,3%
Mittweida	Feldstraße 3	1993	01.01.2015	13.09.2018	21,46	18,0%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1993	01.11.2015	01.11.2015	41,97	17,2%
Mittweida	Feldstraße 3	1993	01.08.2015	01.11.2018	21,46	22,1%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1993	01.08.2015	01.09.2017	17,79	21,2%
Mittweida	Feldstraße 1	1993	01.08.2015	01.03.2019	17,79	21,3%
Mittweida	Feldstraße 3	1993	01.08.2015	30.08.2017	19,67	18,2%
Mittweida	Feldstraße 5	1993	01.08.2015	01.03.2019	17,79	22,1%
Mittweida	Feldstraße 5	1993	01.08.2015	01.10.2018	19,67	23,7%
Mittweida	Feldstraße 5	1993	01.08.2015	30.08.2018	17,79	22,8%
Mittweida	Feldstraße 5	1993	01.08.2015	01.11.2017	19,67	17,4%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1993	01.01.2019	01.09.2017	21,54	16,7%
Mittweida	Feldstraße 5	1993	01.10.2015	01.10.2017	31,06	14,4%
Mittweida	Feldstraße 1	1993	01.11.2015	01.09.2018	19,67	31,1%
Mittweida	Feldstraße 5	1994	01.07.2017	01.10.2018	19,67	31,3%
Mittweida	Feldstraße 5	1994	01.07.2017	31.07.2017	21,47	48,5%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1994	01.07.2017	01.10.2017	19,67	22,7%
Mittweida	Feldstraße 3	1994	01.07.2017	31.07.2017	19,67	40,2%
Mittweida	Feldstraße 7	1994	01.07.2017	28.07.2017	19,67	40,2%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1994	01.07.2017	01.08.2018	19,67	42,9%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1994	01.08.2017	01.08.2017	19,67	40,2%
Mittweida	Bahnhofstraße 43	1994	01.07.2018	18.07.2017	17,79	14,5%
Mittweida	Feldstraße 5	1994	01.07.2017	01.08.2017	19,67	48,6%
Mittweida	Feldstraße 1	1994	01.07.2017	01.03.2019	36,54	48,9%
Mittweida	Bahnhofstraße 39	1994	01.07.2017	15.12.2018	78,00	11,6%
Mittweida	Feldstraße 7	1994	01.07.2017	29.08.2017	19,67	40,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL

Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Wohnfläche (qm)	Mietrendite (%)
Mittweida	Feldstraße 3	1994	01.08.2017	01.10.2018	19,67	42,9%
Mittweida	Bahnhofstraße 39	1994	01.07.2017	01.03.2019	30,37	15,9%
Mittweida	Feldstraße 1	1994	01.07.2018	16.04.2018	19,67	14,1%
Mittweida	Bahnhofstraße 39	1994	01.07.2017	01.04.2019	65,00	17,5%
Nossen	Lindenstraße 10	1900	01.04.2019	01.01.2000	53,45	8,3%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.08.2016	66,57	24,9%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.01.2018	66,57	24,8%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.07.2015	66,57	23,4%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.01.2018	66,57	24,2%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.07.2008	45,00	22,9%
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.06.2017	45,00	27,3%
Sachsenburg	Schönborner Straße 23	1964	01.03.2019	01.07.2019	63,00	9,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	0,176	0,235	1,004	2,244	3,040	3,840
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	n/a	0,001	0,000	0,004	0,004	0,000	0,000
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	0,175	0,231	1,000	2,240	3,040	3,840
Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,004	0,000	0,000	0,000	0,000
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	0,037	0,241	0,748	1,245	0,874	0,478
Vorräte	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIO	d	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	0,003	0,003	0,006	0,013	0,022	0,021
DSO	d	n/a	34,2	18,6	23,3	16,3	11,4	8,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	0,029	0,229	0,227	0,225	0,225	0,225
Liquide Mittel	EUR Mio.	n/a	0,005	0,009	0,516	1,007	0,628	0,231
davon verpfändet	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,019	0,000	0,000	0,000
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzsumme	EUR Mio.	n/a	0,213	0,475	1,771	3,489	3,915	4,318
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	0,045	0,048	1,321	2,933	3,188	3,559
Grundkapital	EUR Mio.	n/a	0,050	0,050	1,300	2,600	2,600	2,600
Kapitalrücklage	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,120	0,390	0,390	0,390
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Verlustvortrag	EUR Mio.	n/a	-0,014	-0,005	-0,002	0,000	0,000	0,000
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	n/a	0,009	0,003	-0,098	-0,057	0,198	0,569
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Eigene Anteile	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	n/a	0,000	0,400	0,000	0,000	0,000	0,000
		n/a						
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,012	0,017	0,015	0,020	0,025	0,030
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,156	0,010	0,434	0,534	0,700	0,727
Bankschulden	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,051	0,075	0,150	0,100
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	n/a	0,014	0,002	0,054	0,109	0,150	0,127
DPO	d	n/a	136,2	10,7	220,8	132,5	79,5	47,7
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,142	0,008	0,330	0,350	0,400	0,500
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bankschulden	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001
Bilanzsumme	EUR Mio.	n/a	0,213	0,475	1,771	3,489	3,915	4,318
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	n/a	82,5%	49,4%	56,7%	64,3%	77,7%	88,9%
Immaterielles Vermögen	%	n/a	0,5%	0,0%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
Sachanlagevermögen	%	n/a	82,0%	48,6%	56,5%	64,2%	77,7%	88,9%
Beteiligungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	n/a	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	n/a	17,5%	50,6%	42,3%	35,7%	22,3%	11,1%
Vorräte	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	n/a	1,6%	0,6%	0,3%	0,4%	0,6%	0,5%
Forderungen an Beteiligungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	n/a	13,8%	48,2%	12,8%	6,4%	5,7%	5,2%
Liquide Mittel	%	n/a	2,1%	1,8%	29,1%	28,9%	16,0%	5,4%
davon verpfändet	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	0,0%	0,0%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
PASSIVA								
Eigenkapital	%	n/a	21,1%	10,1%	74,6%	84,1%	81,5%	82,4%
Grundkapital	%	n/a	23,4%	10,5%	73,4%	74,5%	66,4%	60,2%
Kapitalrücklage	%	n/a	0,0%	0,0%	6,8%	11,2%	10,0%	9,0%
Währungsanpassungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	n/a	-6,4%	-1,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	n/a	4,1%	0,7%	-5,5%	-1,6%	5,1%	13,2%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	n/a	0,0%	84,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	n/a	5,6%	3,5%	0,9%	0,6%	0,6%	0,7%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	n/a	73,1%	2,1%	24,5%	15,3%	17,9%	16,8%
Bankschulden	%	n/a	0,0%	0,0%	2,9%	2,1%	3,8%	2,3%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	n/a	6,5%	0,3%	3,0%	3,1%	3,8%	2,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	n/a	66,5%	1,8%	18,6%	10,0%	10,2%	11,6%
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bankschulden	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	n/a	0,003	-0,104	0,041	0,255	0,371
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,005	0,012	0,015	0,025	0,035
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,001	-0,003	-0,008	-0,008	0,000
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,200	0,002	0,002	0,000	0,000
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	-0,019	0,019	0,000	0,000
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,005	-0,001	0,005	0,005	0,005
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,012	0,052	0,055	0,041	-0,023
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Operativer Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,199	-0,061	0,130	0,318	0,388
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,001	-0,003	0,000	0,004	0,000
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,064	-0,778	-1,255	-0,825	-0,835
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investiver Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,064	-0,781	-1,255	-0,821	-0,835
Free Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	-0,262	-0,842	-1,125	-0,504	-0,447
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	1,250	1,300	0,000	0,000
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,120	0,270	0,000	0,000
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,051	0,024	0,075	-0,050
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	0,267	-0,079	0,020	0,050	0,100
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,007	0,002	0,000	0,000
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	0,267	1,349	1,616	0,125	0,050
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	n/a	0,004	0,507	0,491	-0,379	-0,397
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	n/a	0,005	0,009	0,516	1,007	0,628
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	n/a	n/a	0,009	0,516	1,007	0,628	0,231
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	n/a	0,037	0,055	0,088	0,297	0,680	0,961
Rohertrag	EUR Mio.	n/a	0,039	0,055	0,090	0,290	0,662	0,939
EBITDA	EUR Mio.	n/a	0,014	0,009	-0,089	0,080	0,375	0,542
EBIT	EUR Mio.	n/a	0,010	0,004	-0,101	0,065	0,350	0,507
EBT	EUR Mio.	n/a	0,009	0,005	-0,107	0,057	0,340	0,495
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	0,009	0,003	-0,104	0,041	0,255	0,371
Anzahl Mitarbeiter		n/a	0	0	1	1	1	1
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	7,80		
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	2,20		
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	4,48		
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	1,65	1,65	1,65
EPS	EUR	n/a	0,01	0,00	-0,08	0,02	0,10	0,14
BVPS	EUR	n/a	0,03	0,04	1,02	1,13	1,23	1,37
CFPS	EUR	n/a	n/a	-0,15	-0,05	0,05	0,12	0,15
Dividende	EUR	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							2,50
Performance bis Kursziel	%							51,2%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	n/a	37,3%	16,4%	-101,6%	27,0%	55,2%	56,4%
EBIT-Marge	%	n/a	26,5%	7,6%	-115,3%	21,9%	51,5%	52,7%
EBT-Marge	%	n/a	25,0%	8,5%	-121,5%	19,2%	50,0%	51,5%
Netto-Marge	%	n/a	23,5%	5,8%	-118,9%	13,8%	37,5%	38,6%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	-475,1%	-959,5%	-378,9%	-74,1%	-46,5%
ROE	%	n/a	19,2%	6,7%	-7,9%	1,4%	8,0%	10,4%
NWC/Umsatz	%	n/a	-28,3%	2,2%	-54,9%	-32,3%	-18,9%	-11,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	n/a	n/a	n/a	88	297	680	961
Pro-Kopf-EBIT	EUR	n/a	n/a	n/a	-101	65	350	507
Capex/Umsatz	%	n/a	n/a	116,7%	886,1%	422,6%	121,4%	86,9%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	n/a	50,1%	58,9%	238,4%	128,8%	41,4%
Rohertrag	%	n/a	n/a	39,3%	64,0%	221,7%	128,3%	41,7%
EBITDA	%	n/a	n/a	-33,9%	n/a	n/a	368,2%	44,4%
EBIT	%	n/a	n/a	-57,2%	n/a	n/a	437,6%	44,7%
EBT	%	n/a	n/a	-49,3%	n/a	n/a	495,4%	45,4%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-62,7%	n/a	n/a	523,8%	45,4%
EPS	%	n/a	n/a	-62,7%	n/a	n/a	523,8%	45,4%
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	-69,3%	n/a	144,9%	22,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	0,176	0,235	1,004	2,244	3,040	3,840
Umlaufvermögen	EUR Mio.	n/a	0,037	0,241	0,767	1,245	0,874	0,478
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	0,045	0,048	1,321	2,933	3,188	3,559
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,168	0,427	0,450	0,555	0,726	0,758
EK-Quote	%	n/a	21,1%	10,1%	74,6%	84,1%	81,5%	82,4%
Gearing	%	n/a	n/a	n/a	35,2%	31,8%	15,0%	3,7%
Working Capital	EUR Mio.	n/a	-0,010	0,001	-0,048	-0,096	-0,129	-0,106
Capital Employed	EUR Mio.	n/a	0,165	0,232	0,955	2,148	2,912	3,734
Asset Turnover	x	n/a	0,173	0,116	0,050	0,085	0,174	0,223
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	n/a	n/a	n/a	n/a	2,6	2,6	2,6
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	20,3		
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	5,7		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	11,6		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	4,3	4,3	4,3
Nettofinanzposition	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,5	0,9	0,5	0,1
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	21,2		
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	6,7		
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	12,6		
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	5,2	4,8	4,4
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	71,42		
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	22,40		
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	42,36		
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	17,58	7,02	4,60
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	264,7		
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	83,0		
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	157,0		
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	65,2	12,7	8,2
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	80,2	13,6	8,7
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	496,0		
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	139,9		
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	284,9		
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	104,9	16,8	11,6
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	1,5	1,3	1,2
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	89,8	n/a	n/a
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-26,2%	-11,7%	-10,4%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN								

Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	Terminal year
Umsatz	%	0,297	0,680	0,961	1,237	1,494	1,695	1,829	1,906	1,946	1,967	1,980	1,991	2,001	2,011	2,021	2,031
YoY	EUR Mio.	238,4%	128,8%	41,4%	28,8%	20,7%	13,5%	7,9%	4,2%	2,1%	1,1%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
EBIT	EUR Mio.	0,065	0,350	0,507	0,675	0,816	0,928	1,003	1,047	1,071	1,085	1,094	1,102	1,109	1,117	1,124	1,117
EBIT-Marge	EUR Mio.	21,9%	51,5%	52,7%	54,5%	54,6%	54,7%	54,8%	54,9%	55,0%	55,1%	55,2%	55,3%	55,4%	55,5%	55,6%	55,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,014	-0,085	-0,124	-0,165	-0,245	-0,278	-0,301	-0,314	-0,321	-0,325	-0,328	-0,331	-0,333	-0,335	-0,337	-0,335
Steuerquote (t)	%	21,9%	24,3%	24,4%	24,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Bereinigtes EBIT(1-t)	EUR Mio.	0,051	0,265	0,383	0,510	0,571	0,650	0,702	0,733	0,750	0,759	0,766	0,771	0,776	0,782	0,787	0,782
Reinvestment	EUR Mio.	-1,222	-0,814	-0,893	-0,897	-0,324	-0,165	-0,086	-0,043	-0,021	-0,011	-0,007	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,071
FCFF	EUR Mio.	-1,171	-0,549	-0,510	-0,387	0,248	0,485	0,616	0,690	0,729	0,749	0,759	0,766	0,771	0,777	0,782	0,711
WACC	%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%	5,5%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	79,0%	74,5%	70,3%	66,3%	62,7%	59,2%	56,0%	53,0%	50,1%	47,5%	45,0%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-1,171	-0,549	-0,510	-0,387	0,196	0,361	0,433	0,458	0,457	0,443	0,425	0,406	0,387	0,369	0,352	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	5,0%															
Terminal Cost of capital	%	5,5%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	3,038															
in % des Enterprise Value	%	64,5%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-2,230															
in % des Enterprise Value	%	-47,4%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	3,898															
in % des Enterprise Value	%	82,8%															
Enterprise Value	EUR Mio.	4,706															
Finanzschulden	EUR Mio.	-0,051															
Excess Cash	EUR Mio.	0,516															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	5,171															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	2,600															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	2,00															
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 erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in 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. **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 und Finanzportale sowie per Email an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

- ③ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ③ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ③ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ③ 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,
- ③ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ③ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ③ 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)
11.11.2019/08:30 Uhr	EUR 2,50/EUR 1,65	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
31.07.2019/13:30 Uhr	EUR 1,88/EUR 5,80	Sell, Gültigkeit 12 Monate	1, 2, 8

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

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

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

Erklärung Compliance

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

Erklärung der Ersteller der Studien

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

Diese Studie wurde am 10.11.2019 um 14:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 1,65.