

# B-A-L Germany Vz.

Reuters: BAM\_p.SG

Bloomberg: 1691581D GR EQU

## Portfeuilleausbau sollte 2020e positives EBIT ermöglichen

Im Geschäftsjahr 2019 ist es B-A-L Germany erneut gelungen, das Immobilienportfeuille deutlich auszuweiten. Zum Jahresende lag der Immobilienbestand bei 66 (Vorjahr: 46) Wohneinheiten mit einer Wohnfläche von insgesamt 2.781 qm (Vorjahr: 1.710 qm, +63,0% YoY). Aus diesem wurden Vermietungserlöse in Höhe von EUR 0,170 Mio. (Vorjahr: EUR 0,088 Mio., +93,2% YoY) und ein operatives Ergebnis (EBIT) von EUR -0,224 Mio. (Vj.: EUR -0,101 Mio.) generiert. Bereinigt um Einmaleffekte hätte B-A-L Germany nach unserer Einschätzung ein adjustiertes EBIT von EUR 0,018 Mio. erzielt.

Da B-A-L Germany auch im vergangenen Jahr – wenn auch bedingt durch Einmaleffekte – operative Verluste eingefahren hat, konnte bislang noch nicht der Beweis erbracht werden, dass das Geschäftsmodell profitabel betrieben werden kann. Dies hat sich auch im Aktienkurs niedergeschlagen, der YTD um -28,4% (DAX: -7,6%) nachgegeben hat. Diese potenziell negative Grundeinschätzung wird sich nach u. E. in diesem Jahr ändern, da wir davon ausgehen, dass die Ertragslage 2020e nicht wie in den Vorjahren von Einmalaufwendungen aus dem Börsengang oder anderen Kapitalmaßnahmen belastet sein wird und B-A-L Germany erstmals seit dem Börsengang ein positives operatives Ergebnis erwirtschaften wird.

Für das laufende Geschäftsjahr 2020e hat der Vorstand folgende Guidance ausgesprochen.

		2020e	2019
Grundkapital	EUR Mio.	5,500	1,600
Eigenkapital	EUR Mio.	4.500	1,655
Eigenkapitalquote	%	85,0%	79,2%
Bestandsbuchwert	EUR Mio.	3,600	1,677
EBT	EUR Mio.	0,045	-0,217
EAT	EUR Mio.	0,040	-0,234

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der B-A-L Germany. Unser aus einem fundamentalanalytischen Wertschöpfungsmodell abgeleitetes Kursziel liegt unverändert bei EUR 2,50 je Aktie. Unser Kursziel wird durch Peergroup-Multiples bestätigt, 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 (2021e) von EUR 2,48 je Vorzugsaktie errechnen.

<b>Rating:</b> Buy	<b>Risiko:</b> Gering
<b>Kurs:</b> EUR 1,16	
<b>Kursziel:</b> EUR 2,50 (unverändert)	

<b>WKN / ISIN:</b> A2NBN9 / DE000A2NBN90
<b>Indizes:</b> -
<b>Transparenzlevel:</b> Direct Market Wien, Freiverkehr Stuttgart
<b>Gewichtete Anzahl Aktien:</b> 2,0 Mio.
<b>Marktkapitalisierung:</b> EUR 2,3 Mio.
<b>Handelsvolumen/Tag:</b> 10.000 Stück
<b>Hauptversammlung GJ 2019:</b> 30.07.2020

GuV (EUR Mio.)	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	0,170	0,269	0,341	0,376
EBITDA	-0,191	0,120	0,181	0,210
EBIT	-0,224	0,070	0,129	0,155
EBT	-0,231	0,062	0,117	0,141
EAT	-0,234	0,059	0,111	0,126

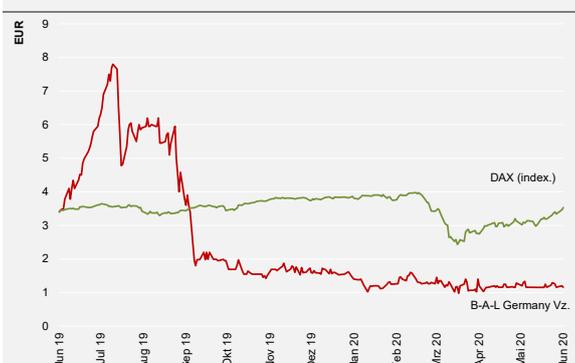
% der Umsätze	2019	2020e	2021e	2022e
EBITDA	-112,3%	44,4%	53,2%	55,7%
EBIT	-131,9%	25,9%	37,9%	41,1%
EBT	-136,2%	23,1%	34,3%	37,3%
EAT	-137,9%	21,9%	32,6%	33,6%

Je Aktie (EUR)	2019	2020e	2021e	2022e
EPS	-0,12	0,03	0,06	0,06
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,81	1,16	1,21	1,28
Cashflow	-0,10	0,08	0,07	0,08

Bilanz (%)	2019	2020e	2021e	2022e
EK-Quote	79,2%	81,9%	80,3%	81,6%
Gearing	0%	1%	1%	0%

Multiple (x)	2019	2020e	2021e	2022e
KGV	n/a	39,4	20,9	18,3
EV/Umsatz	13,68	8,69	6,87	6,17
EV/EBIT	n/a	33,6	18,1	15,0
KBV	1,4	1,0	1,0	0,9

Guidance (EUR Mio.)	2020e	2021e	2022e
Umsatz	☞	n/a	n/a
Nettoergebnis	0,040	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

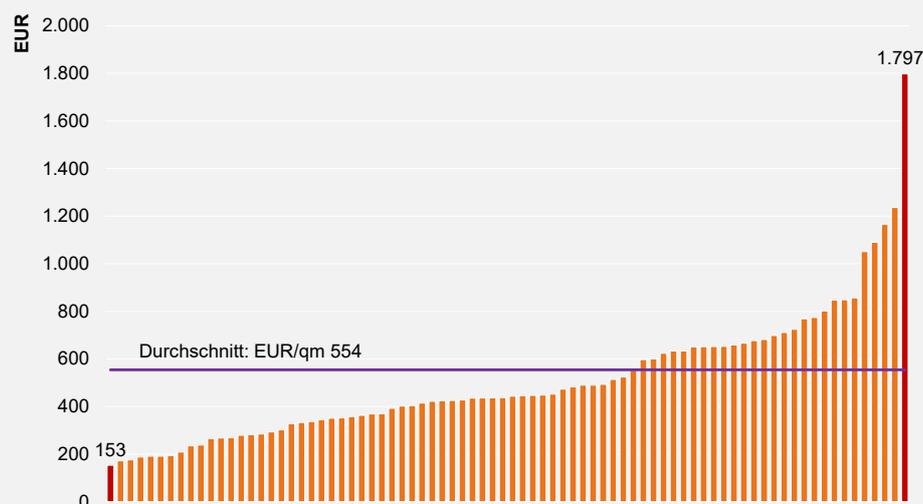
Seit dem Jahresende 2019 konnte die Gesamtmietfläche nach Angaben auf aktuell 3.763 qm von 2.781 qm um 35% ausgebaut werden. Die in diesem Jahr bezahlten Einkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und anschließend durchgeführten Renovierungsmaßnahmen lagen bei durchschnittlich EUR 490 je Quadratmeter (2019: EUR 631). Die Gesamtinvestitionen der 14 in diesem Jahr erworbenen Wohneinheiten beliefen sich nach unseren Schätzungen auf EUR 0,482 Mio. oder EUR 34.400 pro Wohnung. Angesichts durchschnittlicher Quadratmetermieten von EUR 5,15 pro Monat und allenfalls temporärer Leerstände dürfte B-A-L-Germany mit den in diesem Jahr erworbenen Wohnimmobilien Mietrenditen in Höhe von durchschnittlich 12,6% erzielen.

### Einkaufspreise von durchschnittlich EUR 554 je Quadratmeter

Das Geschäftsmodell von B-A-L Germany ist nach u. E. von bemerkenswert niedrigen Einkaufspreisen charakterisiert. Stand heute liegen die Einkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und zwischenzeitlich durchgeführten Renovierungsmaßnahmen aller erworbenen Wohnimmobilien im Durchschnitt bei EUR 554 je Quadratmeter; die Spannweite der bezahlten Quadratmeterpreise reicht dabei von EUR 153 bis EUR 1.797 je Quadratmeter.

B-A-L Germany ist nach u. E. eines der transparentesten Immobilienunternehmen Deutschlands.

ABBILDUNG 1: EINKAUFSPREISE JE QUADRATMETER IM ÜBERBLICK



Die hier aufgeführten Einkaufspreise beinhalten auch die Anschaffungsnebenkosten und die seit dem Erwerb angefallenen Modernisierungsaufwendungen, die nach HGB nicht separat ausgewiesen werden.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Leerstandsquote im Normalfall im niedrigen einstelligen Prozentbereich

Zweites wesentliches Charakteristikum von B-A-L Germany sind allenfalls temporäre Leerstände, die insbesondere im Zuge von Nachvermietungen anfallen, nicht jedoch struktureller Natur sind. Leerstände entstehen Angabe gemäß vor allem dann, wenn im größten Standort des Unternehmens, einem Studentenwohnheim in Mittweida, Studenten vor Beendigung ihres Studiums ausziehen und die jeweilige Wohnung in der Ferienzeit zwischen zwei Semestern über einen kurzen Zeitraum von zwei Monaten nicht sofort anschlussvermietet werden kann.

Aufgrund der niedrigen Kaufpreise kann B-A-L Germany Kaltmieten aufrufen, die selbst in den strukturschwachen Regionen eine vollständige Vermietung wahrscheinlich machen.

TABELLE 2: LEERSTAND UND LEERSTANDSQUOTEN, 2015-2019

		2015	2016	2017	2018	2019
Leerstand (zum Jahresende)	qm	19	0	0	49	0
Leerstandsquote (zum Jahresende)	%	5%	0%	0%	3%	0%

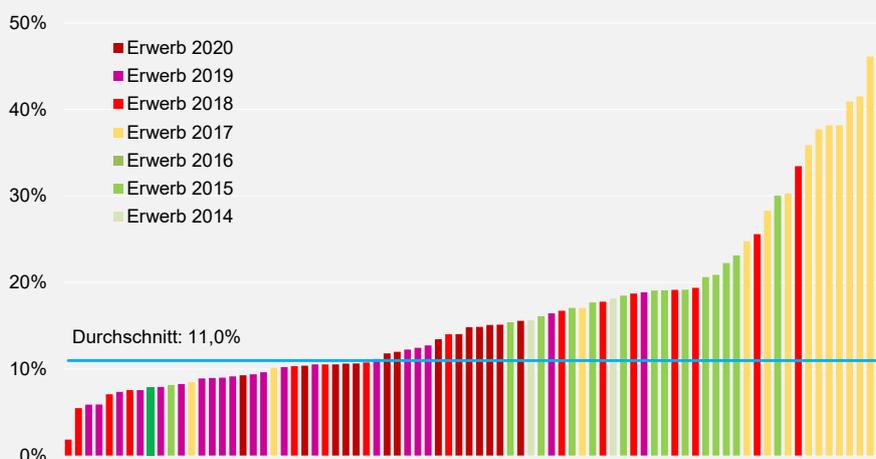
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Mietrenditen größtenteils im zweistelligen Prozentbereich

Aufgrund der niedrigen Einkaufspreise gelingt es B-A-L Germany, vergleichsweise hohe Mietrenditen zu realisieren. So liegen die Mietrenditen bezogen auf die Bruttoeinkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und zwischenzeitlich durchgeführten Renovierungsmaßnahmen im Durchschnitt bei 11,0%; die Spannweite der Mietrenditen reicht dabei von 1,9% bis 50,4%:

Durch den Fokus auf den ländlicheren Raum ist B-A-L Germany nicht von staatlichen Regulierungseingriffen wie der Mietpreisbremse betroffen.

ABBILDUNG 2: MIETRENDITEN UND ERWERBSZEITPUNKT



Die realisierten Mietrenditen liegen zwischen 1,9% und 50,4%. Im Unternehmensdurchschnitt liegen die Mietrenditen bei unterstellter Vollvermietung bei 11,0% und damit deutlich über den typischerweise von Immobilienbestandshaltern erreichten Ertragsniveaus.

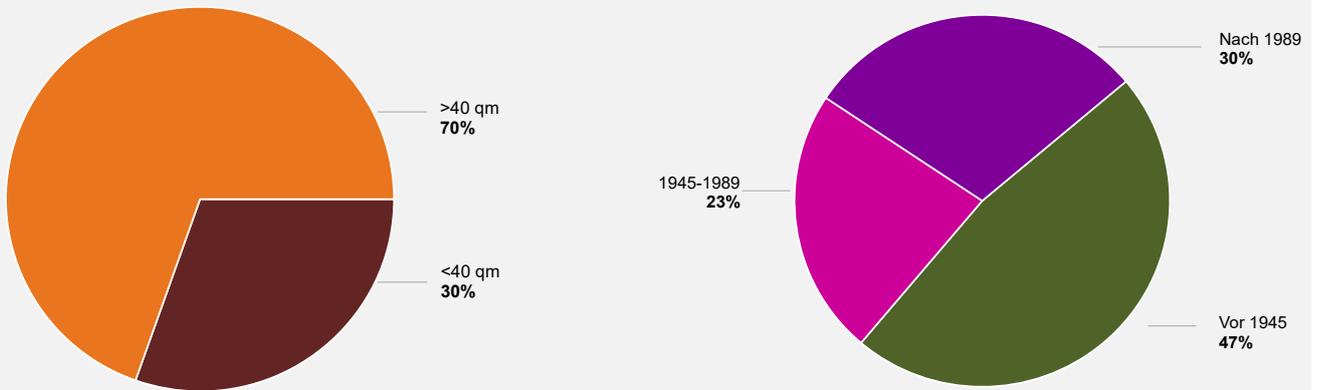
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Kriterien für den Ankauf einer Wohnimmobilien

B-A-L Germany hat sich klare formale Kriterien gesetzt, die als Voraussetzungen für den Erwerb einer Wohnimmobilie erfüllt sein müssen. Zu diesen zählen:

- ⑤ Umfeld der sächsischen Großstädte
- ⑤ Anbindung an die Autobahnen A 4, A 13, A 14 oder A 17
- ⑤ Einzeleinheiten oder kleine Portefeuilles
- ⑤ Hohes Auslastungs- oder Wertsteigerungspotenzial

ABBILDUNG 3: BESTANDSPORTEFEUILLE: AUFTEILUNG NACH WOHNUNGSGRÖSSE (LS) UND BAUJAHR (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der an der Wiener Börse und im Stuttgarter Freiverkehr notierten B-A-L Germany AG unverändert 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 Ertragsschätzungen Werte des Eigenkapitals von EUR 4,923 Mio. bzw. von rund EUR 2,50 je Vorzugsaktie (basierend auf 2,0 Mio. Stück Aktien).

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 (2021e) von EUR 2,48 je Vorzugsaktie errechnen.

Stammaktien werden in Deutschland mit Bewertungsab- bzw. -aufschlägen zwischen -21,2% und +51,1% auf die Vorzugsaktien gehandelt. Diese Ab- bzw. Aufschläge auf unsere Bewertungsergebnisse angewendet ergäben sich für die nicht börsennotierten B-A-L Germany-Stämme Werte in einer Bandbreite zwischen EUR 2,00 und EUR 3,80 je Stammaktie.

#### **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 Werte 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 3 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 über 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.

### Ermittlung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses aus der Peergroup

In nachstehender Tabelle 3 haben wir die Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Peergroup zusammengefasst:

TABELLE 3: PEERGROUP-MULTIPLES BÖRSENNOTIERTER WOHNIMMOBILIENBESTANDSHALTER				
Unternehmen	Kurs (EUR)	K/BV 2020e (x)	K/BV 2021e (x)	K/BV 2022e (x)
GAG Immobilien AG Vz.	97,00	2,19x	2,17x	2,17x
Noratis AG	21,40	1,54x	1,53x	1,51x
RCM Beteiligungs AG	2,06	1,96x	1,87x	1,79x
Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA	3.780,00	10,96x	10,50x	10,08x
Stinag Stuttgart Invest AG	22,60	2,05x	2,05x	2,04x
<b>Median</b>		<b>2,05x</b>	<b>2,05x</b>	<b>2,04x</b>
<b>Kursziel B-A-L Germany AG Vz. (EUR)</b>		<b>2,38</b>	<b>2,48</b>	<b>2,58</b>

QUELLE: BLOOMBERG, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Kursziel von durchschnittlich EUR 2,48 je Aktie

Aus dem K/BV der kommenden drei Jahre lässt sich für B-A-L Germany ein Kursziel in einer Bandbreite zwischen EUR 2,38 und EUR 2,58 je Aktie ableiten. Der ungewichtete Mittelwert liegt bei EUR 2,48 je Aktie.

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 wiedergespiegelt wird oder nicht. Aus diesem Wertschöpfungsmodell errechnen wir für B-A-L Germany einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 4,923 Mio. bzw. von rund EUR 2,50 je Aktie.**

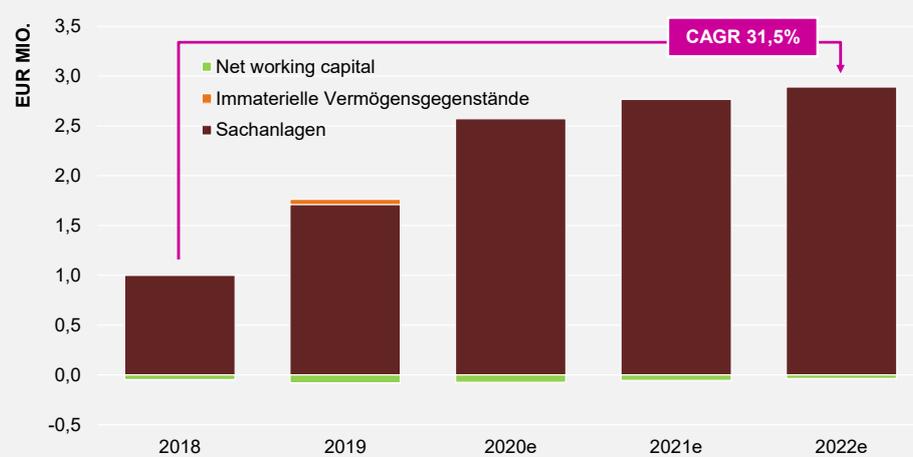
### Verwendung des Wertschöpfung-Multiplikators

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 4 zeigt das von uns aus den Bilanzdaten abgeleitete eingesetzte Kapital von B-A-L Germany für die Jahre 2018 bis 2022e. Hierbei sind wir von einer reinen Innenfinanzierung des weiteren Wachstums aus den eigenen Cashflows ausgegangen. Externe Eigen- oder Fremdkapitalaufnahme, die für Immobilienbestandshalter wie B-A-L Germany das Mittel der Wahl darstellen, blieben bei der Prognose unberücksichtigt.

ABBILDUNG 4: 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 2,855 Mio. bis zum Jahr 2022e.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

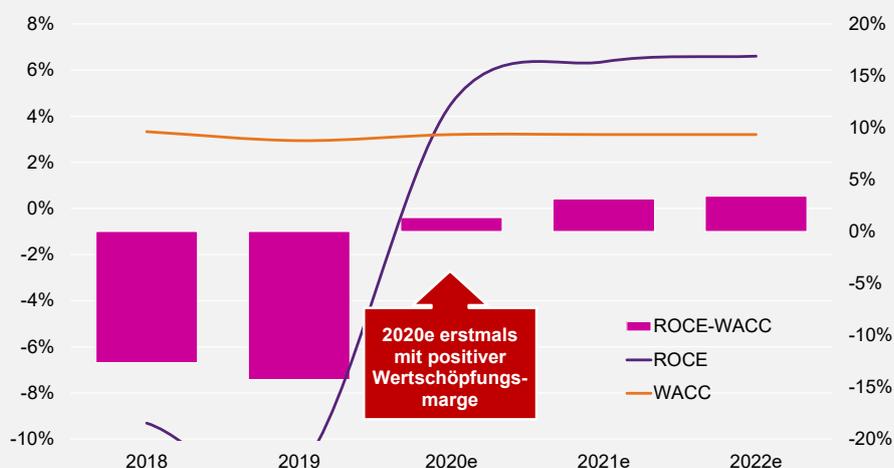
### Rendite auf das eingesetzte Kapital

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).

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

Aus nachstehender Abbildung 5 wird ersichtlich, dass B-A-L Germany nach unseren Prognosen bis einschließlich dem Jahr 2019 eine negative Wertschöpfungsmarge aufweist, wofür allein die hohen Kapitalmarktkosten verantwortlich sind. Da wir diese für 2020e und die darauf folgenden Jahre nicht mehr angesetzt haben, wird B-A-L Germany erstmals in diesem Jahr eine positive Wertschöpfungsmarge aufweisen. Wir gehen ferner davon aus, dass B-A-L Germany in den Jahren danach die Wertschöpfungsmarge sukzessive ausbauen wird.

ABBILDUNG 5: 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

### 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 3,544 Mio. ableiten. Zuzüglich der dann prognostizierten Nettofinanzposition von EUR 0,019 Mio. errechnet sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 3,525 Mio. bzw. von EUR 1,76 je Aktie.

TABELLE 4: ABLEITUNG DES KURSZIELS JE VORZUGSAKTIE AUS DEM WERTSCHÖPFUNGSMODELLS

		2020e	2021e	2022e
<b>EV/CE</b>	<b>x</b>	<b>0,94</b>	<b>0,86</b>	<b>0,81</b>
<b>ROCE/WACC</b>	<b>x</b>	<b>1,42</b>	<b>1,98</b>	<b>2,06</b>
Zielwert des Enterprise Value	EUR Mio.	3,544	5,379	5,886
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,019	-0,022	-0,004
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
<b>Ziel-Marktkapitalisierung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,525</b>	<b>5,358</b>	<b>5,882</b>
<b>Barwert</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,525</b>	<b>4,923</b>	<b>4,967</b>
Anzahl Aktien	Mio.	2,000	2,000	2,000
<b>Kursziel</b>	<b>EUR</b>	<b>1,76</b>	<b>2,46</b>	<b>2,48</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bezogen auf das Jahr 2021e errechnet sich ein Equity Value in Höhe von EUR 4,923 Mio. bzw. EUR 2,68 je Vorzugsaktie. Nach Diskontierung mit den Kosten des Eigenkapitals errechnet sich ein Barwert des Eigenkapitals bei EUR 2,46 je Vorzugsaktie (gerundet EUR 2,50 je Vorzugsaktie).

### 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:

TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER B-A-L GERMANY-VORZUGSAKTIE							
		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
KGV	x	39,4x	20,9x	18,3x	84,9x	45,0x	39,5x
EV/Umsatz	x	8,7x	6,9x	6,2x	18,7x	14,7x	13,3x
EV/EBIT	x	33,6x	18,1x	15,0x	72,1x	38,9x	32,4x
KBV	x	1,0x	1,0x	0,9x	2,2x	2,1x	2,0x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Downside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Schwächen und Downside-Risiken:

- Ⓢ Verfehlung unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen,
- Ⓢ anhaltende Ertragsbelastungen infolge von Einmaleffekten aus der Kapitaleinwerbung,
- Ⓢ Verschiebung bereits angekündigter Kapitalmaßnahmen als Reaktion auf eine möglicherweise wieder durch ein Aufflammen der Covid-19-Pandemie zurückkehrende Belastung der Kapitalmärkte,
- Ⓢ Mögliche Interessenskonflikte des Alleinvorstands, etwa beim Einkauf von Immobilien,
- Ⓢ Reputationsrisiko aus der Kursentwicklung durch Push-Versuche einzelner Marktteilnehmer,
- Ⓢ Risiken aus einem potenziellen Stock Overhang,
- Ⓢ Beendigung der Tätigkeit einzelner Führungspersonen („Key-Man-Risk“),
- Ⓢ Regulatorische Eingriffe des Gesetzgebers („Mietpreisbremse“).

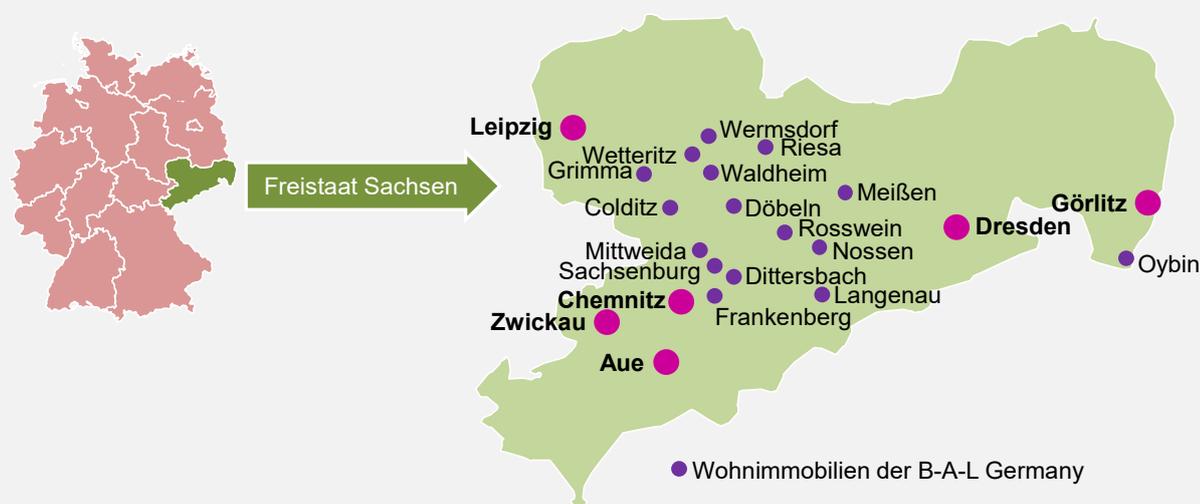
### **Katalysatoren für die Wertentwicklung**

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes von B-A-L Germany in den kommenden Monaten sehen wir:

- ⑤ Meldungen über eine Erhöhung des Vorzugskapitals, so dass sich dieses wieder auf dem Niveau des Stammkapitals befindet,
- ⑤ Meldungen über eine besser als von uns erwartete Ertragsentwicklung, da in diesem Jahr die Kosten aus Kapitalmaßnahmen deutlich niedriger ausfallen werden als im Jahr 2019,
- ⑤ Aufnahme der Dividendenzahlung.

B-A-L Germany ist ein Bestandshalter von Wohnimmobilien mit regionalem Schwerpunkt im Bundesland Sachsen. Dabei erwirbt B-A-L Germany keine Immobilienportefolios, 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 mitzubieten zu können. Aufgrund dieser geringen Wettbewerbsintensität liegen die von B-A-L Germany bezahlten Einkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und durchgeführten Renovierungsmaßnahmen bei durchschnittlich nur EUR 554 je Quadratmeter. Angesichts durchschnittlicher Quadratmetermieten von EUR 5,60 und allenfalls temporären Leerständen erzielt B-A-L-Germany damit Mietrenditen im deutlich zweistelligen Prozentbereich. Aktuell umfasst das Immobilienportefeuille des Meißener Unternehmens 3.763 Quadratmeter.

ABBILDUNG 6: IMMOBILIENSTANDORTE B-A-L GERMANY



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Unternehmensprofil

Mit einer Wohnfläche von 3.763 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 B-A-L Germany ausnahmslos zweistellige Mietrenditen realisieren kann. 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 aktuell durchschnittlich EUR 554 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 11,0%.

**Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.**

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,037</b>	<b>0,055</b>	<b>0,088</b>	<b>0,170</b>	<b>0,269</b>	<b>0,341</b>	<b>0,376</b>
YoY	%	n/a	50,1%	58,9%	93,5%	58,5%	26,7%	10,4%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,003	0,000	0,004	0,008	0,006	0,000	0,000
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,039</b>	<b>0,055</b>	<b>0,092</b>	<b>0,178</b>	<b>0,275</b>	<b>0,341</b>	<b>0,376</b>
YoY	%	n/a	40,0%	66,5%	93,1%	55,1%	23,7%	10,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	0,000	0,000	-0,002	0,000	-0,001	-0,001	-0,001
in % der Gesamtleistung	%	0,0%	-0,5%	-2,0%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,039</b>	<b>0,055</b>	<b>0,090</b>	<b>0,177</b>	<b>0,275</b>	<b>0,340</b>	<b>0,376</b>
YoY	%	n/a	39,3%	n/a	96,4%	55,2%	23,8%	10,4%
in % der Gesamtleistung	%	100,0%	99,5%	98,0%	99,7%	99,8%	99,8%	99,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	0,000	0,000	-0,003	-0,010	-0,010	-0,010	-0,010
in % der Bruttoerlöse	%	0,0%	0,0%	-3,4%	-5,8%	-3,7%	-2,9%	-2,7%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-0,026	-0,046	-0,176	-0,358	-0,145	-0,149	-0,156
in % der Bruttoerlöse	%	-70,0%	-83,2%	-201,0%	-210,9%	-54,1%	-43,6%	-41,5%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,014</b>	<b>0,009</b>	<b>-0,089</b>	<b>-0,191</b>	<b>0,120</b>	<b>0,181</b>	<b>0,210</b>
in % der Bruttoerlöse	%	37,3%	16,4%	-101,6%	-112,3%	44,4%	53,2%	55,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,004	-0,005	-0,012	-0,033	-0,050	-0,052	-0,055
Amortisation	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,010</b>	<b>0,004</b>	<b>-0,101</b>	<b>-0,224</b>	<b>0,070</b>	<b>0,129</b>	<b>0,155</b>
YoY	%	n/a	-57,2%	n/a	121,3%	-131,1%	85,3%	19,8%
YoY	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,0
in % der Bruttoerlöse	%	24,7%	7,6%	-110,0%	-126,1%	25,3%	37,9%	41,1%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-0,001	0,000	-0,005	-0,007	-0,008	-0,012	-0,014
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,009</b>	<b>0,005</b>	<b>-0,107</b>	<b>-0,231</b>	<b>0,062</b>	<b>0,117</b>	<b>0,141</b>
in % der Bruttoerlöse	%	23,3%	8,5%	-115,9%	-130,2%	22,5%	34,3%	37,3%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	EUR Mio.	0,000	-0,001	0,000	0,000	-0,003	-0,006	-0,014
in % des EBT	%	0,0%	-11,7%	-0,2%	0,0%	-5,0%	-5,0%	-10,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,009</b>	<b>0,003</b>	<b>-0,104</b>	<b>-0,234</b>	<b>0,059</b>	<b>0,111</b>	<b>0,126</b>
in % der Bruttoerlöse	%	0,219	0,058	-1,134	-1,318	0,214	0,326	0,336
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anzahl der Aktien	Mio.	1,3	1,3	1,3	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,12</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Mietrendite (%)	Wohnfläche (qm)
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.09.2014	01.09.2014	18,1%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.10.2014	01.10.2018	15,6%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.01.2015	Leerstehend	17,7%	21,46
Frankenberg	Am Sachsenpark 19	1998	01.02.2015	01.11.2019	15,4%	39,30
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.09.2017	20,6%	17,79
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	Leerstehend	19,2%	17,79
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.09.2019	19,1%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	Leerstehend	18,5%	21,46
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.10.2019	20,9%	17,79
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.10.2018	23,1%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.09.2018	22,2%	17,79
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2015	01.09.2019	19,1%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.10.2015	01.10.2017	16,1%	31,06
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.11.2015	01.09.2018	17,1%	41,97
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.11.2015	01.09.2018	30,0%	19,67
Meissen	Neugasse 20	1900	01.12.2015	15.09.2016	8,2%	38,22
Meissen	Neugasse 20	1900	01.10.2016	01.12.2019	7,9%	49,27
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	15.12.2018	10,1%	78,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.10.2019	8,5%	30,37
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	Leerstehend	17,1%	65,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.08.2018	40,9%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.10.2017	24,7%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	15.08.2019	50,4%	36,54
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.07.2017	38,2%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.10.2018	30,3%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.10.2019	41,5%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.07.2017	46,1%	21,47
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.10.2019	28,3%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2017	01.07.2017	38,2%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2017	01.10.2019	37,7%	19,67
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.08.2017	01.10.2018	35,9%	19,67
Langenau	Freistrasse 1	1959	01.03.2018	01.03.2019	14,0%	49,01
Grimma	Am Bieleborning 75	1995	01.04.2018	15.12.2018	7,6%	85,01
Colditz	Ochsenfurter Strasse 6	2006	01.04.2018	25.03.2018	10,3%	35,00
Grimma	Am Bieleborning 75	1995	01.05.2018	Leerstehend	5,5%	54,52
Grimma	Am Bieleborning 75	1995	01.05.2018	01.05.2018	7,1%	85,01
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2018	01.07.2018	10,5%	17,79
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.07.2018	16.04.2018	10,7%	19,67
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.07.2015	18,7%	66,57
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.09.1990	19,2%	66,57
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.07.2008	25,6%	45,00
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.06.2017	33,4%	45,00
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.05.2016	17,8%	66,57
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	01.09.2018	01.01.2010	19,4%	66,57

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Mietrendite (%)	Wohnfläche (qm)
Hambühren	Steinkamp 7	1998	01.10.2018	01.10.2018	1,9%	120,00
Grimma	Obstandstrasse 39	1976	01.12.2018	01.12.2018	16,7%	46,91
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43	1994	01.01.2019	01.09.2017	16,4%	21,54
Frankenberg	Am Sachsenpark 11	1998	01.01.2019	01.02.2020	7,4%	58,00
Meissen	Poststraße 5	1879	01.03.2019	01.12.2019	7,9%	129,19
Sachsenburg	Schönborner Str. 22-25,	1964	01.03.2019	01.07.2019	5,9%	63,00
Döbeln	An der alten Gärtnerei 17	1995	01.03.2019	01.01.2007	12,2%	55,00
Frankenberg	Sachsenburger Weg 1/ 2,	1996	01.03.2019	01.03.2019	10,2%	28,60
Frankenberg	Sachsenburger Weg 5/ 6	1996	01.03.2019	01.05.2019	9,4%	61,02
Döbeln	Staupitzstrasse 17/ 18, HNr. 18, 1.OG, rechts rechts, 006	1840	01.04.2019	15.03.2019	12,4%	37,00
Meissen	Nossener Str. 12	1900	01.04.2019	01.05.2016	8,3%	56,80
Nossen	Lindenstraße 10, 1. OG	1900	01.04.2019	01.09.2000	7,6%	53,45
Döbeln	Staupitzstrasse 17/ 18	1840	01.05.2019	Leerstehend	10,5%	52,00
Frankenberg	Sachsenburger Weg 5/ 6	1996	01.07.2019	01.07.2019	9,6%	61,80
Döbeln	Wappenhenschstraße 16	1905	01.09.2019	01.03.2016	18,9%	57,81
Döbeln	Hainichener Straße 5	1910	01.09.2019	01.08.2019	9,0%	40,00
Döbeln	Hainichener Straße 5	1910	01.09.2019	Leerstehend	5,9%	55,95
Wernsdorf	OT Calbitz, Kötitzer Straße 3	1970	01.09.2019	unbekannt	11,2%	57,70
Wernsdorf	OT Luppa, Oststr. 3	1980	01.09.2019	19.11.1980	8,9%	57,10
Döbeln	Weststraße 19	1995	01.09.2019	01.12.2014	9,1%	65,34
Waldheim	Fröbelstraße 3	1995	01.09.2019	01.05.2012	12,7%	34,05
Frankenberg	Am Sachsenpark 13	1998	01.10.2019	01.10.2019	9,0%	26,23
Döbeln	Roßweiner Str. 3	1880	01.03.2020	01.11.2018	10,4%	50,70
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	Leerstehend	15,1%	72,05
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	01.02.2018	10,6%	71,16
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	Leerstehend	15,1%	72,04
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	01.10.2010	11,8%	69,79
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	Leerstehend	14,9%	61,00
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	Leerstehend	14,8%	58,50
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	01.03.2020	01.06.2019	14,0%	90,00
Rosswein	Herrmannstr. 28c	1996	01.03.2020	01.01.2019	10,5%	71,88
Rosswein	Herrmannstr. 28c	1996	01.03.2020	01.10.1997	10,6%	71,32
Döbeln	Roßweiner Str. 12	1908	01.05.2020	01.05.2020	13,4%	99,00
Riesa	Friedrich-List-Str. 29	1910	01.05.2020	Leerstehend	15,6%	70,65
Döbeln	Hainichener Str. 34	1998	01.05.2020	Leerstehend	9,3%	49,00
Frankenberg	Am Sachsenpark 19	1998	01.06.2020	01.01.2004	12,0%	74,50

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (Aktiva), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,176</b>	<b>0,235</b>	<b>1,004</b>	<b>1,762</b>	<b>2,572</b>	<b>2,766</b>	<b>2,891</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,001	0,000	0,004	0,051	0,000	0,000	0,000
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,175	0,231	1,000	1,711	2,572	2,766	2,891
davon Grundstücke	EUR Mio.	0,175	0,231	0,950	1,677	2,572	2,766	2,891
davon Andere Anlagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,003	0,002	0,000	0,000	0,000
davon Anlagen im Bau	EUR Mio.	0,000	0,000	0,047	0,033	0,000	0,000	0,000
Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,000	0,004	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,037</b>	<b>0,241</b>	<b>0,748</b>	<b>0,276</b>	<b>0,255</b>	<b>0,257</b>	<b>0,237</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIO	d	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,003	0,003	0,006	0,010	0,011	0,010	0,008
DSO	d	34,2	18,6	23,3	21,7	15,2	10,6	7,4
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,029	0,229	0,227	0,263	0,225	0,225	0,225
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,005	0,009	0,516	0,002	0,019	0,022	0,004
davon verpfändet	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,019	0,015	0,000	0,000	0,000
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,213</b>	<b>0,475</b>	<b>1,771</b>	<b>2,053</b>	<b>2,827</b>	<b>3,023</b>	<b>3,127</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,045</b>	<b>0,048</b>	<b>1,321</b>	<b>1,627</b>	<b>2,316</b>	<b>2,427</b>	<b>2,553</b>
Grundkapital	EUR Mio.	0,050	0,050	1,300	1,600	2,000	2,000	2,000
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,000	0,000	0,120	0,360	0,590	0,590	0,590
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Verlustvortrag	EUR Mio.	-0,014	-0,005	-0,002	-0,099	-0,333	-0,274	-0,163
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	0,009	0,003	-0,098	-0,234	0,059	0,111	0,126
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,000	0,400	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,012	0,017	0,015	0,012	0,025	0,030	0,030
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,156</b>	<b>0,010</b>	<b>0,434</b>	<b>0,412</b>	<b>0,486</b>	<b>0,565</b>	<b>0,543</b>
Bankschulden	EUR Mio.	0,000	0,000	0,051	0,000	0,000	0,000	0,000
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,014	0,002	0,054	0,090	0,086	0,065	0,043
DPO	d	136,2	10,7	220,8	191,1	114,6	68,8	41,3
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,142	0,008	0,330	0,322	0,400	0,500	0,500
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,000</b>						
Bankschulden	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,002	0,001	0,001	0,001
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,213</b>	<b>0,475</b>	<b>1,771</b>	<b>2,053</b>	<b>2,827</b>	<b>3,023</b>	<b>3,127</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>82,5%</b>	<b>49,4%</b>	<b>56,7%</b>	<b>85,8%</b>	<b>91,0%</b>	<b>91,5%</b>	<b>92,4%</b>
Immaterielles Vermögen	%	0,5%	0,0%	0,2%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagevermögen	%	82,0%	48,6%	56,5%	83,4%	91,0%	91,5%	92,4%
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>17,5%</b>	<b>50,6%</b>	<b>42,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,5%</b>	<b>7,6%</b>
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	1,6%	0,6%	0,3%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	13,8%	48,2%	12,8%	12,8%	8,0%	7,4%	7,2%
Liquide Mittel	%	2,1%	1,8%	29,1%	0,1%	0,7%	0,7%	0,1%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	1,1%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>21,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>74,6%</b>	<b>79,2%</b>	<b>81,9%</b>	<b>80,3%</b>	<b>81,6%</b>
Grundkapital	%	23,4%	10,5%	73,4%	77,9%	70,7%	66,2%	64,0%
Kapitalrücklage	%	0,0%	0,0%	6,8%	17,5%	20,9%	19,5%	18,9%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	-6,4%	-1,1%	-0,1%	-4,8%	-11,8%	-9,1%	-5,2%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	4,1%	0,7%	-5,5%	-11,4%	2,1%	3,7%	4,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	84,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	5,6%	3,5%	0,9%	0,6%	0,9%	1,0%	1,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>73,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>24,5%</b>	<b>20,1%</b>	<b>17,2%</b>	<b>18,7%</b>	<b>17,4%</b>
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	6,5%	0,3%	3,0%	4,4%	3,0%	2,2%	1,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	66,5%	1,8%	18,6%	15,7%	14,1%	16,5%	16,0%
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,2%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	0,003	-0,104	-0,234	0,059	0,111	0,126
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	0,005	0,012	0,033	0,050	0,052	0,055
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	0,001	-0,003	-0,005	-0,001	0,001	0,002
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	-0,200	0,002	-0,036	0,038	0,000	0,000
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,000	-0,019	0,004	0,015	0,000	0,000
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,005	-0,001	-0,004	0,013	0,005	0,000
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	-0,012	0,052	0,036	-0,004	-0,021	-0,022
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,002	-0,001	0,000	0,000
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,199</b>	<b>-0,061</b>	<b>-0,204</b>	<b>0,169</b>	<b>0,149</b>	<b>0,162</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	0,001	-0,003	-0,047	0,051	0,000	0,000
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	-0,064	-0,778	-0,744	-0,911	-0,246	-0,180
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,064</b>	<b>-0,781</b>	<b>-0,791</b>	<b>-0,861</b>	<b>-0,246</b>	<b>-0,180</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>-0,262</b>	<b>-0,842</b>	<b>-0,995</b>	<b>-0,692</b>	<b>-0,097</b>	<b>-0,018</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	0,000	1,250	0,300	0,400	0,000	0,000
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,120	0,240	0,230	0,000	0,000
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,000	0,051	-0,051	0,000	0,000	0,000
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,267	-0,079	-0,008	0,078	0,100	0,000
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,007	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,267</b>	<b>1,349</b>	<b>0,482</b>	<b>0,708</b>	<b>0,100</b>	<b>0,000</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	0,004	0,507	-0,513	0,016	0,003	-0,018
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	0,005	0,009	0,516	0,002	0,019	0,022
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>0,009</b>	<b>0,516</b>	<b>0,002</b>	<b>0,019</b>	<b>0,022</b>	<b>0,004</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	0,037	0,055	0,088	0,170	0,269	0,341	0,376
Rohertrag	EUR Mio.	0,039	0,055	0,090	0,177	0,275	0,340	0,376
EBITDA	EUR Mio.	0,014	0,009	-0,089	-0,191	0,120	0,181	0,210
EBIT	EUR Mio.	0,010	0,004	-0,101	-0,224	0,070	0,129	0,155
EBT	EUR Mio.	0,009	0,005	-0,107	-0,231	0,062	0,117	0,141
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,009	0,003	-0,104	-0,234	0,059	0,111	0,126
Anzahl Mitarbeiter		0	0	1	1	1	1	1
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	7,80	1,60		
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	1,42	0,98		
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	3,41	1,24		
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	1,16	1,16	1,16	1,16
EPS	EUR	0,01	0,00	-0,08	-0,12	0,03	0,06	0,06
BVPS	EUR	0,03	0,04	1,02	0,81	1,16	1,21	1,28
CFPS	EUR	n/a	-0,15	-0,05	-0,10	0,08	0,07	0,08
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							<b>2,50</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>115,5%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	37,3%	16,4%	-101,6%	-112,3%	44,4%	53,2%	55,7%
EBIT-Marge	%	26,5%	7,6%	-115,3%	-131,9%	25,9%	37,9%	41,1%
EBT-Marge	%	25,0%	8,5%	-121,5%	-136,2%	23,1%	34,3%	37,3%
Netto-Marge	%	23,5%	5,8%	-118,9%	-137,9%	21,9%	32,6%	33,6%
FCF-Marge	%	n/a	-475,1%	-959,5%	-586,0%	-257,1%	-28,4%	-4,7%
ROE	%	19,2%	6,7%	-7,9%	-14,4%	2,5%	4,6%	5,0%
NWC/Umsatz	%	-28,3%	2,2%	-54,9%	-47,0%	-27,6%	-16,2%	-9,4%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	n/a	n/a	88	170	269	341	376
Pro-Kopf-EBIT	EUR	n/a	n/a	-101	-224	70	129	155
Capex/Umsatz	%	n/a	116,7%	886,1%	438,3%	338,7%	72,2%	47,7%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	50,1%	58,9%	93,5%	58,5%	26,7%	10,4%
Rohertrag	%	n/a	39,3%	64,0%	96,4%	55,2%	23,8%	10,4%
EBITDA	%	n/a	-33,9%	n/a	113,8%	n/a	51,8%	15,5%
EBIT	%	n/a	-57,2%	n/a	121,3%	n/a	85,3%	19,8%
EBT	%	n/a	-49,3%	n/a	116,9%	n/a	88,7%	20,1%
Nettoergebnis	%	n/a	-62,7%	n/a	124,4%	n/a	88,7%	13,8%
EPS	%	n/a	-62,7%	n/a	45,8%	n/a	88,7%	13,8%
CFPS	%	n/a	n/a	-69,3%	117,2%	n/a	-11,7%	8,4%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2016-22e

HGB (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,176	0,235	1,004	1,762	2,572	2,766	2,891
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,037	0,241	0,767	0,291	0,255	0,257	0,237
Eigenkapital	EUR Mio.	0,045	0,048	1,321	1,627	2,316	2,427	2,553
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,168	0,427	0,450	0,426	0,512	0,596	0,574
EK-Quote	%	21,1%	10,1%	74,6%	79,2%	81,9%	80,3%	81,6%
Gearing	%	n/a	n/a	35,2%	0,1%	0,8%	0,9%	0,2%
Working Capital	EUR Mio.	-0,010	0,001	-0,048	-0,080	-0,074	-0,055	-0,035
Capital Employed	EUR Mio.	0,165	0,232	0,955	1,682	2,498	2,711	2,855
Asset Turnover	x	0,173	0,116	0,050	0,083	0,095	0,113	0,120
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	n/a	n/a	n/a	2,0	2,0	2,0	2,0
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	15,6	3,2		
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	2,8	2,0		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	6,8	2,5		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	2,3	2,3	2,3	2,3
Nettofinanzposition	EUR Mio.	n/a	n/a	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	15,6	3,2		
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	2,8	2,0		
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	6,8	2,5		
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	91,90	11,96		
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	16,74	7,35		
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	40,19	9,29		
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	13,68	8,69	6,87	6,17
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	26,9		
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	16,6		
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	20,9		
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	19,6	12,9	11,1
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	33,6	18,1	15,0
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	54,3		
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	33,3		
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	42,1		
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	39,4	20,9	18,3
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	1,4	1,0	1,0	0,9
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	14,7	n/a	n/a
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	-42,9%	-29,8%	-4,2%	-0,8%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



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

#### Disclaimer

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

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

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

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

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

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

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

#### Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
04.06.2020/13:00 Uhr	EUR 2,50/EUR 1,20	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
03.03.2020/10:30 Uhr	EUR 2,50/EUR 1,26	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
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. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung Compliance**

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

**Informationsquellen**

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

**Erklärung der Ersteller der Studien**

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

Diese Studie wurde am 04.06.2020 um 10:15 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 1,20.