

# B-A-L Germany Vz.

Reuters: BAM\_p.SG

Bloomberg: 1691581D GR EQU

## Wertsteigernde Portefeuilleakquisition – 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.

|   |                       |
|---|-----------------------|
| <b>Rating:</b> Buy (Bislang: Sell)            | <b>Risiko:</b> Gering |
| <b>Kurs:</b> EUR 1,65                         |                       |
| <b>Kursziel:</b> 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 |

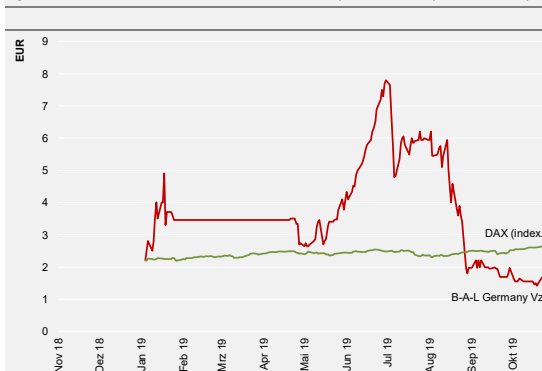
| % der Umsätze | 2018    | 2019e | 2020e | 2021e |
|---------------|---------|-------|-------|-------|
| EBITDA        | -101,6% | 27,0% | 55,2% | 56,4% |
| EBIT          | -115,3% | 21,9% | 51,5% | 52,7% |
| EBT           | -121,5% | 19,2% | 50,0% | 51,5% |
| EAT           | -118,9% | 13,8% | 37,5% | 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>B-A-L Germany AG</b>          |                |                   |          |                 |     |      | 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  | -                | -     |
| <b>GAG Immobilien AG Vz.</b>     |                |                   |          |                 |     |      | 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                               | Wohnimmobilien | Gewerbeimmobilien | Sonstige | Bestandshaltung | 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  |
| <b>Noratis AG</b>                         |                |                   |          |                 |     |      | GER  | -              | -     |
| Patrizia Immobilien AG                    |                |                   |          |                 |     |      | GER  | Prime Standard | SDAX  |
| Primag AG                                 |                |                   |          |                 |     |      | GER  | -              | -     |
| publity AG                                |                |                   |          |                 |     |      | GER  | -              | -     |
| <b>RCM Beteiligungs AG</b>                |                |                   |          |                 |     |      | GER  | -              | -     |
| S IMMO AG                                 |                |                   |          |                 |     |      | AUT  | -              | -     |
| <b>Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA</b> |                |                   |          |                 |     |      | GER  | -              | -     |
| Stern Immobilien AG                       |                |                   |          |                 |     |      | GER  | -              | -     |
| <b>Stinag Stuttgart Invest AG</b>         |                |                   |          |                 |     |      | 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          |
| <b>Median</b>                              |            | <b>1,89x</b>   | <b>1,73x</b>   | <b>1,70x</b>   |
| <b>Kursziel B-A-L Germany AG Vz. (EUR)</b> |            | <b>2,13</b>    | <b>2,13</b>    | <b>2,33</b>    |

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 wiedergespiegelt 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.**

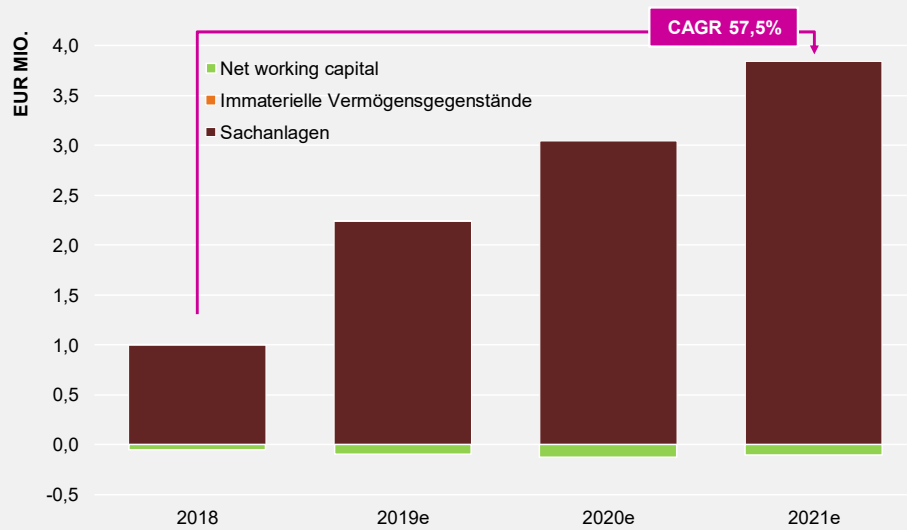
**Verwendung des Wertschöpfung-Multiplikators**

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



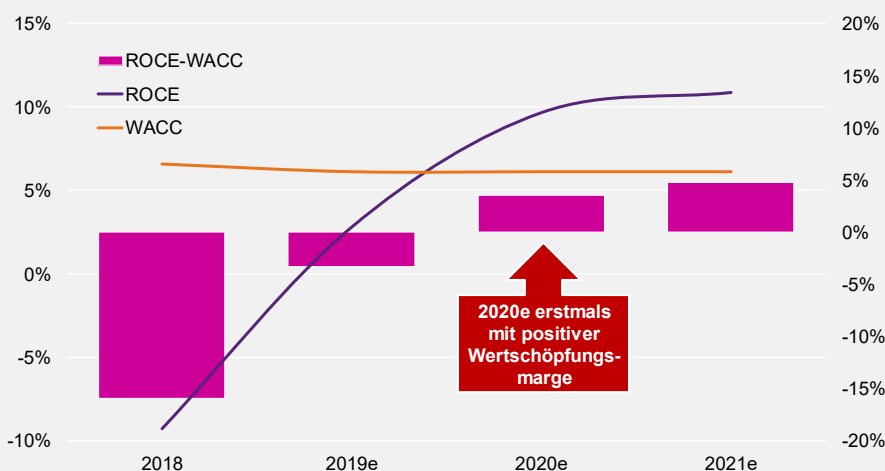
Die von uns prognostizierten Immobilienerwerbungen werden aus der jüngsten Kapitalerhöhung und der von uns prognostizierten Thesaurierung der erwirtschafteten Cashflows finanziert. Daraus ergibt sich in unserem Bewertungsmodell ein Anstieg des eingesetzten Kapitals auf dann EUR 3,7 Mio. bis zum Jahr 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        |
|-----------------------------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EV/CE</b>                      | <b>x</b>        | <b>2,43</b>  | <b>1,64</b>  | <b>1,18</b>  |
| <b>ROCE/WACC</b>                  | <b>x</b>        | <b>0,46</b>  | <b>1,57</b>  | <b>1,77</b>  |
| 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        |
| <b>Ziel-Marktkapitalisierung</b>  | <b>EUR Mio.</b> | <b>0,047</b> | <b>4,106</b> | <b>6,488</b> |
| <b>Barwert</b>                    | <b>EUR Mio.</b> | <b>0,047</b> | <b>3,816</b> | <b>5,604</b> |
| Anzahl Aktien                     | Mio.            | 2,600        | 2,600        | 2,600        |
| <b>Kursziel</b>                   | <b>EUR</b>      | <b>0,02</b>  | <b>1,58</b>  | <b>2,50</b>  |

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:





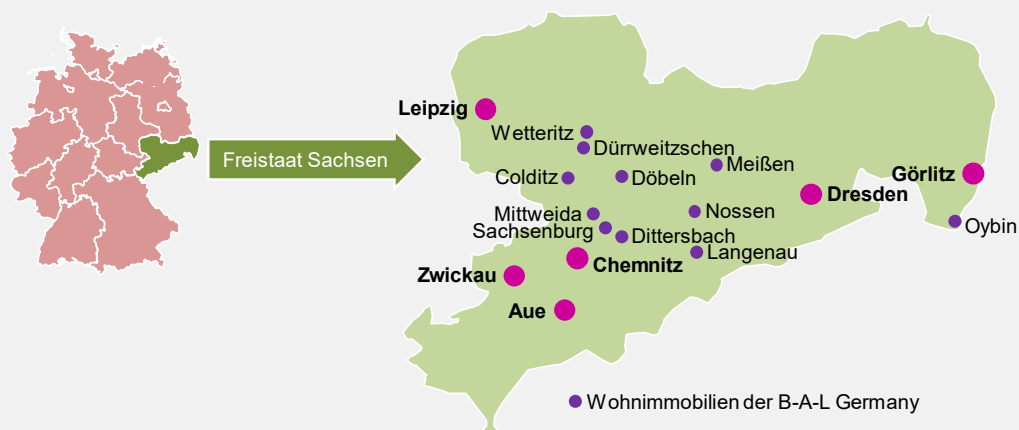
der Tätigkeit einzelner Führungspersonen („Key-Man-Risk“), **(7)** Regulatorische Eingriffe des Gesetzgebers („Mietpreisbremse“).

**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 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 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, SPHENE 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        |
|----------------------------------|-----------------|------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Bruttoerlöse</b>              | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,037</b> | <b>0,055</b> | <b>0,088</b>  | <b>0,297</b> | <b>0,680</b> | <b>0,961</b> |
| 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        |
| <b>Gesamtleistung</b>            | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,039</b> | <b>0,055</b> | <b>0,092</b>  | <b>0,299</b> | <b>0,680</b> | <b>0,961</b> |
| 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%        |
| <b>Rohertrag</b>                 | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,039</b> | <b>0,055</b> | <b>0,090</b>  | <b>0,290</b> | <b>0,662</b> | <b>0,939</b> |
| 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%       |
| <b>EBITDA</b>                    | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,014</b> | <b>0,009</b> | <b>-0,089</b> | <b>0,080</b> | <b>0,375</b> | <b>0,542</b> |
| 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        |
| <b>EBIT</b>                      | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,010</b> | <b>0,004</b> | <b>-0,101</b> | <b>0,065</b> | <b>0,350</b> | <b>0,507</b> |
| 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        |
| <b>EBT</b>                       | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,009</b> | <b>0,005</b> | <b>-0,107</b> | <b>0,057</b> | <b>0,340</b> | <b>0,495</b> |
| 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%       |
| <b>Nettoergebnis</b>             | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,009</b> | <b>0,003</b> | <b>-0,104</b> | <b>0,041</b> | <b>0,255</b> | <b>0,371</b> |
| 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          |
| <b>EPS</b>                       | <b>EUR</b>      | <b>n/a</b> | <b>0,01</b>  | <b>0,00</b>  | <b>-0,08</b>  | <b>0,02</b>  | <b>0,10</b>  | <b>0,14</b>  |

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, SPHENE 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        |
|---|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTIVA</b>   |                 |            |              |              |              |              |              |              |
| <b>Langfristiges Vermögen</b>                         | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,176</b> | <b>0,235</b> | <b>1,004</b> | <b>2,244</b> | <b>3,040</b> | <b>3,840</b> |
| 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        |
| <b>Kurzfristiges Vermögen</b>                         | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,037</b> | <b>0,241</b> | <b>0,748</b> | <b>1,245</b> | <b>0,874</b> | <b>0,478</b> |
| 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        |
| <b>Bilanzsumme</b>                                    | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,213</b> | <b>0,475</b> | <b>1,771</b> | <b>3,489</b> | <b>3,915</b> | <b>4,318</b> |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN |                 |            |              |              |              |              |              |              |

## Bilanz (Passiva), 2015-21e

| HGB (31.12.)  |                 | 2015       | 2016         | 2017         | 2018         | 2019e        | 2020e        | 2021e        |
|---|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>PASSIVA</b>  |                 |            |              |              |              |              |              |              |
| <b>Eigenkapital</b>                                   | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,045</b> | <b>0,048</b> | <b>1,321</b> | <b>2,933</b> | <b>3,188</b> | <b>3,559</b> |
| 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        |
| <b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>                 | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,156</b> | <b>0,010</b> | <b>0,434</b> | <b>0,534</b> | <b>0,700</b> | <b>0,727</b> |
| 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        |
| <b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>                 | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,000</b> | <b>0,000</b> | <b>0,000</b> | <b>0,000</b> | <b>0,000</b> | <b>0,000</b> |
| 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        |
| <b>Bilanzsumme</b>                                    | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>0,213</b> | <b>0,475</b> | <b>1,771</b> | <b>3,489</b> | <b>3,915</b> | <b>4,318</b> |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN |                 |            |              |              |              |              |              |              |



## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

| HGB (31.12.)  |   | 2015 | 2016          | 2017          | 2018          | 2019e         | 2020e         | 2021e         |
|---|---|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>AKTIVA</b>   |   |      |               |               |               |               |               |               |
| <b>Langfristiges Vermögen</b>                         | % | n/a  | <b>82,5%</b>  | <b>49,4%</b>  | <b>56,7%</b>  | <b>64,3%</b>  | <b>77,7%</b>  | <b>88,9%</b>  |
| 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%          |
| <b>Kurzfristiges Vermögen</b>                         | % | n/a  | <b>17,5%</b>  | <b>50,6%</b>  | <b>42,3%</b>  | <b>35,7%</b>  | <b>22,3%</b>  | <b>11,1%</b>  |
| 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%          |
| <b>Bilanzsumme</b>                                    | % | n/a  | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN |   |      |               |               |               |               |               |               |

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

| HGB (31.12.)  |   | 2015 | 2016          | 2017          | 2018          | 2019e         | 2020e         | 2021e         |
|---|---|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>PASSIVA</b>  |   |      |               |               |               |               |               |               |
| <b>Eigenkapital</b>                                   | % | n/a  | <b>21,1%</b>  | <b>10,1%</b>  | <b>74,6%</b>  | <b>84,1%</b>  | <b>81,5%</b>  | <b>82,4%</b>  |
| 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%          |
| <b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>                 | % | n/a  | <b>73,1%</b>  | <b>2,1%</b>   | <b>24,5%</b>  | <b>15,3%</b>  | <b>17,9%</b>  | <b>16,8%</b>  |
| 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%          |
| <b>Bilanzsumme</b>                                    | % | n/a  | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |
| 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         |
| <b>Operativer Cashflow</b>                    | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>-0,199</b> | <b>-0,061</b> | <b>0,130</b>  | <b>0,318</b>  | <b>0,388</b>  |
| 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         |
| <b>Investiver Cashflow</b>                    | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>-0,064</b> | <b>-0,781</b> | <b>-1,255</b> | <b>-0,821</b> | <b>-0,835</b> |
| <b>Free Cashflow</b>                          | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>-0,262</b> | <b>-0,842</b> | <b>-1,125</b> | <b>-0,504</b> | <b>-0,447</b> |
| 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         |
| <b>Finanz-Cashflow</b>                        | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>0,267</b>  | <b>1,349</b>  | <b>1,616</b>  | <b>0,125</b>  | <b>0,050</b>  |
| 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         |
| <b>Liquide Mittel Ende Periode</b>            | <b>EUR Mio.</b> | <b>n/a</b> | <b>n/a</b> | <b>0,009</b>  | <b>0,516</b>  | <b>1,007</b>  | <b>0,628</b>  | <b>0,231</b>  |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick, 2015-21e

| HGB (31.12.)  |          | 2015 | 2016   | 2017    | 2018    | 2019e   | 2020e  | 2021e        |
|---|----------|------|--------|---------|---------|---------|--------|--------------|
| <b>Key Data</b>                                       |          |      |        |         |         |         |        |              |
| 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            |
| <b>Je Aktie</b>                                       |          |      |        |         |         |         |        |              |
| 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      |      |        |         |         |         |        | <b>2,50</b>  |
| Performance bis Kursziel                              | %        |      |        |         |         |         |        | <b>51,2%</b> |
| <b>Profitabilitätskennzahlen</b>                      |          |      |        |         |         |         |        |              |
| 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%        |
| <b>Wachstumsraten</b>                                 |          |      |        |         |         |         |        |              |
| 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  |
|-----------------------------------|----------|------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Bilanzkennzahlen</b>           |          |      |        |       |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>Enterprise Value</b>           |          |      |        |       |        |        |        |        |
| 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    |
| <b>Bewertungskennzahlen</b>       |          |      |        |       |        |        |        |        |
| 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, SPHENE 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 |
|----------------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Umsatz</b>                    | %               | <b>0,297</b>  | <b>0,680</b>  | <b>0,961</b>  | <b>1,237</b>  | <b>1,494</b> | <b>1,695</b> | <b>1,829</b> | <b>1,906</b> | <b>1,946</b> | <b>1,967</b> | <b>1,980</b> | <b>1,991</b> | <b>2,001</b> | <b>2,011</b> | <b>2,021</b> | <b>2,031</b>  |
| 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%          |
| <b>EBIT</b>                      | <b>EUR Mio.</b> | <b>0,065</b>  | <b>0,350</b>  | <b>0,507</b>  | <b>0,675</b>  | <b>0,816</b> | <b>0,928</b> | <b>1,003</b> | <b>1,047</b> | <b>1,071</b> | <b>1,085</b> | <b>1,094</b> | <b>1,102</b> | <b>1,109</b> | <b>1,117</b> | <b>1,124</b> | <b>1,117</b>  |
| 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 (τ)                  | %               | 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-τ)            | EUR Mio.        | <b>0,051</b>  | <b>0,265</b>  | <b>0,383</b>  | <b>0,510</b>  | <b>0,571</b> | <b>0,650</b> | <b>0,702</b> | <b>0,733</b> | <b>0,750</b> | <b>0,759</b> | <b>0,766</b> | <b>0,771</b> | <b>0,776</b> | <b>0,782</b> | <b>0,787</b> | <b>0,782</b>  |
| 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        |
| <b>FCFF</b>                      | <b>EUR Mio.</b> | <b>-1,171</b> | <b>-0,549</b> | <b>-0,510</b> | <b>-0,387</b> | <b>0,248</b> | <b>0,485</b> | <b>0,616</b> | <b>0,690</b> | <b>0,729</b> | <b>0,749</b> | <b>0,759</b> | <b>0,766</b> | <b>0,771</b> | <b>0,777</b> | <b>0,782</b> | <b>0,711</b>  |
| 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%        |               |
| <b>Barwert der FCFF</b>          | <b>EUR Mio.</b> | <b>-1,171</b> | <b>-0,549</b> | <b>-0,510</b> | <b>-0,387</b> | <b>0,196</b> | <b>0,361</b> | <b>0,433</b> | <b>0,458</b> | <b>0,457</b> | <b>0,443</b> | <b>0,425</b> | <b>0,406</b> | <b>0,387</b> | <b>0,369</b> | <b>0,352</b> |               |
| 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%         |               |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |               |
| <b>Enterprise Value</b>          | <b>EUR Mio.</b> | <b>4,706</b>  |               |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |               |
| Finanzschulden                   | EUR Mio.        | -0,051        |               |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |               |
| Excess Cash                      | EUR Mio.        | 0,516         |               |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |               |
| <b>Wert des Eigenkapitals</b>    | <b>EUR Mio.</b> | <b>5,171</b>  |               |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |               |
| Anzahl ausstehender Aktien       | Mio.            | 2,600         |               |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |               |
| <b>Wert des Eigenkapitals</b>    | <b>EUR Mio.</b> | <b>2,00</b>   |               |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |               |

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

- Ⓢ 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) |
|----------------------|--------------------------|----------------------------|-----------------------------------|
| 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](mailto: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.