



Researchstudie (Anno)

Expedeon AG



- Kommerzialisierung nimmt Fahrt auf -
- Starke Wachstumsperspektive und Produktneuentwicklungen sind Erfolge der Grow, Buy, Build-Strategie -
- Vielversprechende Pipeline -

Kursziel: 3,20 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Expedeon AG^{*4,5a,6a,7,10,11}

Kaufen

Kursziel: 3,20

aktueller Kurs: 1,08
19.07.19 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1RFM03
WKN: A1RFM0
Börsenkürzel: EXN
Aktienanzahl³: 51,41
Marketcap³: 55,52
EnterpriseValue³: 60,64
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

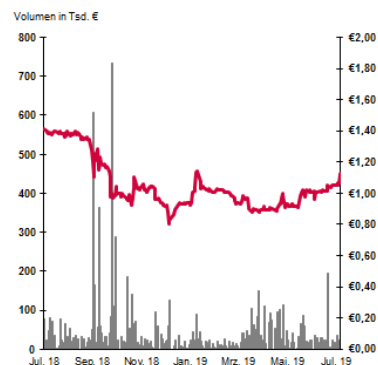
Fokus: Entwicklung und Vermarktung von DNA-Technologien, Proteomik- und Antikörper-Konjugations-Anwendungen

Mitarbeiter: 113 Stand: 31.12.2018

Gründung: 1997 (seit 2018 als Expedeon AG firmierend)

Firmensitz: Heidelberg

Vorstand: Dr. Heikki Lanckriet, David Roth



Expedeons innovative Technologien, Produkte und Dienstleistungen werden weltweit in Forschungslabors eingesetzt und ermöglichen es Wissenschaftlern, die Grenzen von Forschung und Produktentwicklung aufzubrechen und einen wesentlichen Beitrag zur Markteinführung neuer Diagnoseinstrumente zu leisten. Mit Anwendungen, die die gesamten Arbeitsabläufe in der Genomik, Proteomik und Immunologie abdecken, beschleunigen und vereinfachen die von Expedeon entwickelten Technologien die Forschung und ermöglichen sowohl biopharmazeutischen als auch diagnostischen Unternehmen und Organisationen die Einführung neuer und kosteneffizienter Prozesse. Damit unterstützt Expedeon die Entwicklungs- und Vermarktungsziele seiner kommerziellen Kunden. Akademische Kunden können mit Expedeon-Produkten schneller zuverlässige und reproduzierbare Ergebnisse erarbeiten. Die Produkte von Expedeon werden über Direktvertrieb und mehrere Vertriebspartner in Europa, den USA und Asien vertrieben. Die Expedeon AG unterhält Niederlassungen in Deutschland, Spanien, Großbritannien, USA und Singapur.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	13,13	15,93	22,22	26,68
EBITDA	1,76	2,19	4,04	5,38
EBIT	-0,59	-0,41	1,57	3,04
Jahresüberschuss	-0,30	-0,96	1,04	2,38

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,01	-0,02	0,02	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,62	3,81	2,73	2,27
EV/EBITDA	34,45	27,75	15,03	11,27
EV/EBIT	neg.	neg.	38,65	19,96
KGV	neg.	neg.	53,44	23,32
KBV	1,19			

Finanztermine

14.08.2019: Halbjahresbericht
07.11.2019: Q3-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
26.11.2018: RS / 3,20 / KAUFEN
18.06.2018: RS / 3,30 / KAUFEN
08.11.2017: RS / 3,30 / KAUFEN
25.01.2017: RS / 3,70 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

EXECUTIVE SUMMARY

- Das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 war bei der Expedeon AG von einer stärkeren Ausrichtung auf die Kommerzialisierung der Produktpalette geprägt. Darüber hinaus hatte die Gesellschaft mit dem Erwerb der australischen TGR BioSciences nicht nur eine weitere Ausweitung der Produktpalette erreicht, das nachhaltige Umsatzniveau konnte zudem deutlich gesteigert werden. Die Umsatzerlöse in Höhe von 13,13 Mio. € bedeuten ein starkes Umsatzwachstum in Höhe von 68,4 % (VJ: 7,80 Mio. €). Der Erfolg der aktiven „Grow, Buy, Build“-Strategie wird auch anhand der Q1-Zahlen erkennbar, mit einer Fortsetzung der Umsatzdynamik um weitere 49,5 % auf 3,45 Mio. € (VJ: 2,31 Mio. €). Wie zuvor angekündigt, wurde auf EBITDA-Basis in 2018 mit 1,76 Mio. € (VJ: -2,90 Mio. €) erstmals der Break-Even überschritten, welcher unserer Ansicht nach als nachhaltig einzustufen ist.
- Mit der konsequenten Umsetzung der Wachstumsstrategie hat die Expedeon AG in den vergangenen Geschäftsjahren ein breites Produkt- und Technologieportfolio ausgebaut. Originär verfügte Expedeon über eine Technologie für Next Generation Sequencing (NGS) in der onkologischen Forschung. Im Rahmen der Grow, Buy, Build-Strategie wurde das Portfolio um Technologien für Genomik, Proteomik und Immunologie erweitert, die z. B. in der Biomarker-Forschung oder in der Hochdurchsatz-Wirkstoffentwicklung Anwendung finden können. Neben der NGS-Kerntechnologie TruePrime™ sind an dieser Stelle insbesondere die Lightning-Link® und die CaptSure™-Technologie hervorzuheben. Die Gesellschaft hat sich in den vergangenen Jahren als ein marktführender Innovator in den wichtigen Bereichen der Onkologie- und Immunologieforschung etabliert und soll sich als ein Produktlieferant bei der Entwicklung von Therapeutika-Lösungen sowie für die klinische Diagnostik etablieren.
- Als wichtigster Faktor der künftigen Entwicklung ist dabei der zunehmende Einsatz der aktuellen Technologien für kommerzielle Lösungen bspw. im Forschungs-Bereich und in der Diagnose zu sehen. Es ist dabei beabsichtigt, Liefer- und Lizenzvereinbarungen für die kommerzielle Nutzung der Expedeon-Produkte mit Partnerunternehmen zu treffen. Im vergangenen Geschäftsjahr hatte die Gesellschaft bereits den Abschluss solcher Vereinbarungen mit drei Partnerunternehmen veröffentlicht. Ebenfalls von großer Bedeutung für die künftige Entwicklung dürfte neben der Antikörper-Konjugation die neue Vermarktungsoption von TruePrime™ in Richtung DNA-Synthese für die Gentherapie und von kurzen DNA-Fragmenten sein. Letztere werden zum gleichzeitigen Nachweis unterschiedlicher Substanzen aus einer Probe (Multiplexing) eingesetzt.
- Auf Grundlage der aktuellen Kerntechnologien TruePrime™, Lightning-Link® und CaptSure™ befinden sich zudem derzeit insgesamt 24 Produkte in der Entwicklung und stehen zum Teil kurz vor der Einführung. Für unsere Prognosen haben wir dabei sowohl einen Umsatzanstieg mit der aktuellen Produktpipeline als auch die Einführung neuer Produkte berücksichtigt. Im Einklang zur Umsatzguidance der Gesellschaft (zweistelliges Umsatzwachstum) rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2019 mit einem zweistelligen Umsatzwachstum in Höhe von 27,3 % auf 16,71 Mio. €. In den kommenden Geschäftsjahren sollte die Expedeon AG auch organisch den eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen. Für das kommende Geschäftsjahr 2020 unterstellen wir dabei das erstmalige Überschreiten des Break-Even auf allen Ergebnisebenen.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 3,20 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

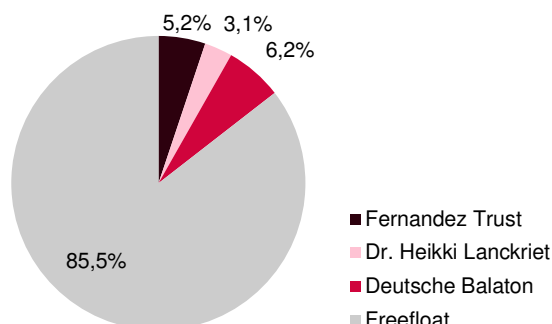
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftsmodell der Expedeon AG	4
Kerntechnologien der Expedeon AG (Auszug)	5
Lightning-Link®	5
CaptSure™	5
TruePrime™	6
Entwicklungspipeline	6
Markt und Marktumfeld	7
Marktentwicklung im Diagnostikbereich	7
Wachstumsmärkte für Expedeon-Technologien	7
Unternehmensentwicklung & Prognose	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2018	9
Umsatzentwicklung 2018	9
Ergebnisentwicklung 2018	10
Geschäftsentwicklung Q1 2019	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2019	12
Prognose und Bewertung	14
Umsatzprognosen 2019 - 2021	15
Ergebnisprognosen 2019 – 2021	15
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

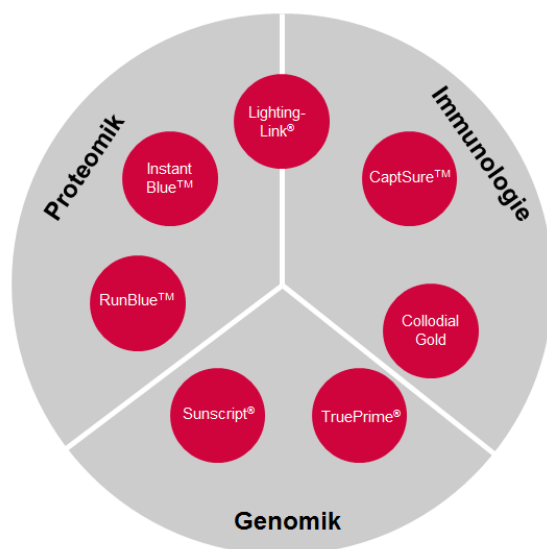
Anteilseigner	in %
Deutsche Balaton	6,2%
Fernandez Trust	5,2%
Dr. Heikki Lanckriet	3,1%
Free Float	85,5%

Quelle: Expedeon AG; GBC AG



Geschäftsmodell der Expedeon AG

Im Rahmen der konsequent umgesetzten Strategie „Grow, Buy, Build“ hat die Expedeon AG (ehemals SYGNIS AG) in den vergangenen Geschäftsjahren einen starken Wandel durchlaufen. Vor Beginn der strategischen Umsetzung und der damit hohen Akquisitionstätigkeit lag der Fokus der Gesellschaft auf der Entwicklung von Genomik-Produkten, die beispielsweise für die DNA-Amplifikation oder DNA-Sequenzierung eingesetzt wurden. Mit den Unternehmensakquisitionen der vergangenen Jahre hat die Gesellschaft eine erhebliche Ausweitung der Produktpalette erreicht, womit nunmehr zusätzlich die Marktsegmente Proteomik und Immunologie bedient werden können.



Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Die von der Gesellschaft angebotenen Technologien haben grundsätzlich das Ziel, die wissenschaftlichen Workflows zu vereinfachen und die Fehleranfälligkeit zu reduzieren. Derzeit werden die Expedeon-Produkte in erster Linie von kommerziellen Kunden eingesetzt und haben somit eine zunehmende Verschiebung hin zur patientennahen Labordiagnostik erfahren. Grundsätzlich fand dabei über die Akquisitionen der vergangenen Geschäftsjahre eine Verschiebung des Umsatzmix in Richtung kommerzieller Kunden (70 % der 2018er Umsätze) statt, während die davor dominierende akademische Forschung für nur noch 30 % der Umsätze verantwortlich ist.

Kerntechnologien der Expedeon AG (Auszug)

Das Einsatzspektrum der Expedeon-Technologien war ursprünglich das Next Generation Sequencing (NGS) in der onkologischen Forschung. Das Portfolio umfasst heute Genomik, Proteomik und Immunologie. Die Technologien können beispielsweise in der Biomarker-Forschung oder in der Hochdurchsatz-Wirkstoffentwicklung Anwendung finden. Neben der NGS-Kerntechnologie TruePrime™ sind an dieser Stelle insbesondere die Lightning-Link® und die CaptSure™-Technologie hervorzuheben.

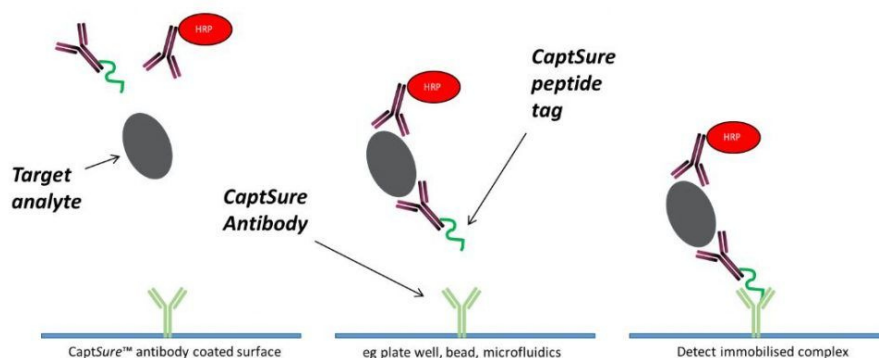
Lightning-Link®

Mit Hilfe der patentierten Lightning-Link®-Technologie lässt sich eine schnelle und einfache Antikörperkonjugation (Verbindung) an eine Vielzahl von Reporter-molekülen durchführen. Grundsätzlich kommen dabei Antikörper sowohl in der molekularbiologischen Forschung als auch in Diagnoseverfahren zum Einsatz. Mit der Expedeon-Technologie wird über die Bindung des Antikörpers an ein Reporter-molekül dabei eine Visualisierung und Quantifizierung des Ziel-Biomarkers ermöglicht.

Der Zugang zu dieser Technologie wird über eine Reihe einstufiger und damit einfach anzuwendender Kits angeboten. Diese werden entweder für die F&E-Nutzung oder für die kommerzielle Einbindung in den Workflow von Partnern (Anbieter von Antikörpern, Diagnostik etc.) verwendet. Letzteres wird im Rahmen von Liefer- und Lizenzvereinbarungen abgedeckt.

CaptSure™

Auch bei CaptSure™ handelt es sich um eine einstufige und damit leicht anwendbare Technologie, wodurch die Erfassung von Biomarker-Targets mit Hilfe der CaptSure™-Oberfläche möglich ist. Die Technologie wird insbesondere in der Biomarker-Forschung für die Erkennung und Quantifizierung eingesetzt. Gemäß Unternehmensangaben ermöglicht die Technologie eine Reduktion von Produktionskosten und Entwicklungszeiten und ist damit besonders gut für den kommerziellen Einsatz geeignet.



Quelle: Expedeon AG

Erst im Mai 2019 wurde die Immunassay-Produktpalette um CaptSure™-DIY ELISA erweitert, womit der Zeitaufwand der ELISA Assay-Entwicklung erheblich reduziert und die Flexibilität und Sensitivität erhöht wird. Immunassays sind *in vitro*-Tests, bei denen mit Hilfe spezifischer Antikörper bestimmte Moleküle in einer Probe, z. B. aus Blut, nachgewiesen werden. Dabei handelt es sich, aufgrund der Vielzahl an notwendigen Schritten, Inkubationszeiten etc. um vergleichsweise zeit- und kostenintensive Prozesse. Immunassays wie ELISA werden dabei typischerweise in der

Forschung und bei der Diagnose von Infektionen und chronischen Erkrankungen herangezogen. Mit CaptSure™ wird der Zeitaufwand der ELISA Assay-Entwicklung signifikant reduziert sowie die Flexibilität und Sensitivität erheblich gesteigert. Für die Biomarkerforschung können CaptSure™ und Lightning-Link® gut miteinander kombiniert werden.

TruePrime™

Das originäre Produkt TruePrime™ hat zwar im Kontext der deutlich gestiegenen Umsatz- und Ergebniskennzahlen aktuell an Gewicht verloren, nach wie vor adressiert dieses Produkt aber sehr vielversprechende Anwendungsgebiete. Neben der bestehenden Anwendung zur Flüssigbiopsie im Rahmen des Next Generation Sequencing haben sich neue Anwendungsoptionen ergeben, die mittel- bis langfristig möglicherweise zu erheblichem Umsatzwachstum führen könnten. Eine dieser Anwendungsoptionen ist die DNA-Synthese für Gentherapie. Hier werden DNA-Volumina von mehreren Gramm hergestellt, die bisher biotechnologisch mit Bakterienkulturen in Fermentern produziert werden. TruePrime™ verfügt im Gegensatz zu herkömmlichen DNA-Amplifizierungssystemen neben der Vervielfältigungs- auch über eine Korrekturfunktion und könnte insofern im Bereich der Gentherapie eine technologische Disruption bewirken, eine entsprechende Validierung der Methode vorausgesetzt.

Die TruePrime™-Technologie ermöglicht besonders schnelle und akkurate DNA-Amplifizierung. TruePrime™ benötigt keine synthetischen Primer und durch seine hohe Sensitivität nur wenig Ausgangsmaterial, was die Auswertung auf Einzelzell-Niveau ermöglicht.

Entwicklungspipeline

Markt	Produktfamilie	Potenzieller Umsatz
Gentherapie	TruePrime™	10,0 Mio. €
Oligo-Barcoding	Lightning-Link®	5,0 Mio. €
Isotop-Barcoding	Lightning-Link®	5,0 Mio. €
Multiplex	CaptSure™	3,0 Mio. €
Diagnostika		7,0 Mio. €

Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Auch wenn der Fokus der Expedeon derzeit auf der Vermarktung der bestehenden Produkte liegt, so werden auch weiterhin F&E-Aktivitäten für die Entwicklung und Produktion neuer Produkte erfolgen. Laut Unternehmensangaben ist es künftig geplant, zwischen 10 -15 % des Umsatzes für die Forschung an neuen Produkten auf den bestehenden Produktplattformen zu verwenden. Gemäß Expedeon AG weisen die derzeit bestehenden Entwicklungsmöglichkeiten aus dem Marktvolumen her abgeleitete jährliche Umsatzpotenziale in Höhe von rund 30 Mio. € auf.

Im Rahmen geplanter und bereits umgesetzter Partnerschaften mit Industrieunternehmen, sollen die Expedeon-Produkte in die Plattformen der Partnerunternehmen integriert werden. Hieraus lassen sich erhebliche Vermarktungspotenziale und die Möglichkeit hoher Lizenzerträge ableiten. Diesbezüglich wurden im vergangenen Geschäftsjahr eine Reihe von Liefer- und Lizenzvereinbarungen für den Einsatz in therapeutischen Produkten, Diagnostik-Kits sowie für den Einsatz in externen Immunoassays abgeschlossen.

MARKT UND MARKTUMFELD

Mit den bereits im Markt eingeführten sowie noch vor der Vermarktung stehenden Produkten und Technologien agiert die Expedeon AG grundsätzlich in Märkten, die von hohen Wachstumsraten geprägt sind. Da die Gesellschaft mittlerweile überwiegend kommerziell agierende Kunden beliefert, lassen sich kurzfristige Marktpulse aus den Forschungsausgaben ableiten. Wir gehen aber davon aus, dass zukünftig die Gesellschaft auch von der Entwicklung des Diagnostikmarktes profitieren dürfte.

Marktentwicklung im Diagnostikbereich

Der Diagnostikbereich, hier speziell der Bereich der *In Vitro* Diagnostik (IVD), ist ein wichtiger Bestandteil des Gesundheitssystems in den Industrieländern. IVD werden für die Diagnose, Kontrolle sowie für die Ermittlung von Krankheitsprädispositionen verwendet. Speziell der aus der technologischen Weiterentwicklung resultierende, zunehmende Einsatz der personalisierten Therapien sollte einen wichtigen Treiber für die künftige IVD-Entwicklung darstellen. Ein Kernstück der personalisierten Medizin ist die gezielte und auf das Individuum zugeschnittene Diagnostik, welche gemäß dem Verband der Diagnostika-Industrie ein besseres Verständnis von physiologischen und pathologischen Zuständen ermöglicht. Der globale IVD-Markt, der gemäß grandviewresearch.com in 2018 einen Wert von 69,6 Mrd. USD hatte, soll bis zum Jahr 2026 mit einem CAGR von 4,75 % wachsen. Insbesondere die zunehmende altersbedingte Prävalenz bei verschiedenen Krankheiten wie Krebs, Autoimmunerkrankungen oder entzündliche Erkrankungen werden dabei als ein wichtiger Markttreiber angesehen. Verstärkend dürfte sich darauf der technologische Fortschritt bei diagnostischen Tests erweisen, ein Faktor, welcher von der Expedeon AG aktiv vorangetrieben wird.

Wachstumsmärkte für Expedeon-Technologien

Neben den langfristigen hohen Wachstumschancen im Diagnostik-Bereich lassen sich die von der Expedeon AG angebotenen Produkte speziellen Teilmärkten zuordnen, die ebenfalls von grundsätzlich hohen Wachstumsraten geprägt sind. Die beiden derzeit im Vermarktungsfokus stehenden Technologien Lightning-Link[®] und CaptSure[™] sind dabei Bestandteil der Teilmärkte Protein-Labeling, Durchflusszytometrie, Immunhistochemie, Western Blotting oder Immunassay. Zusätzlich dazu ist TruePrime[™] dem Bereich Next Generation Sequencing (NGS) zuzuordnen. Übergeordnet sollte aber die Expedeon AG mit ihrer Produktpipeline grundsätzlich von einem starken Wachstum im Diagnostikbereich geprägt sein, welcher von einem zunehmenden Anteil personalisierter Medizin sowie parallel zum technologischen Fortschritt deutlich zulegen sollte.

Zusammengefasst, das Marktwachstum für die drei großen Produktfamilien der Expedeon AG:

Lightning-Link [®]	CaptSure [™]	TruePrime [™]
Protein-Labeling: CAGR (2017 – 2025): 11,6 % ¹	Immunassay CAGR (2018 – 2025): 5,0 % ²	Next Generation Sequencing CAGR (2018-2025): 12,8 % ²
Durchflusszytometrie CAGR (2016 – 2025): 10,6 % ²		
Immunhistochemie CAGR (2016-2021): 7,3 % ³		
Western Blotting CAGR (2016-2021): 4,9 % ³		

Quelle: ¹Verified Market Intelligence; ²Grand View Research; ³Markets and Markets;

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	7,80	13,13	15,93	22,22	26,67
Herstellkosten vom Umsatz	-2,88	-3,59	-4,46	-6,00	-7,20
Vertriebsaufwendungen	-1,87	-2,81	-2,95	-4,22	-5,07
Verwaltungsaufwendungen	-6,75	-7,48	-7,50	-7,65	-8,03
F+E	-0,79	-1,04	-1,43	-2,78	-3,33
sonstiges betriebliches Ergebnis	0,00	1,21	0,00	0,00	0,00
EBIT	-4,49	-0,59	-0,41	1,57	3,04
Zinsaufwand	-0,17	-0,42	-0,55	-0,53	-0,52
Zinsertrag	0,01	0,50	0,00	0,00	0,00
Ergebnis vor Steuern	-4,66	-0,50	-0,96	1,04	2,52
Ertragssteuern	0,96	0,20	0,00	0,00	-0,14
JÜ	-3,70	-0,30	-0,96	1,04	2,38
EBITDA	-2,90	1,76	2,18	4,03	5,38
in % der Umsatzerlöse	-37,1%	13,4%	13,7%	18,2%	20,2%
EBIT	-4,49	-0,59	-0,41	1,57	3,04
in % der Umsatzerlöse	-57,6%	-4,5%	-2,6%	7,1%	11,4%
Ergebnis je Aktie in €	-0,08	-0,01	-0,02	0,02	0,05

Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	0,56	1,79	7,80	13,13
EBITDA	-3,48	-3,21	-2,90	1,76
EBIT	-3,86	-4,02	-4,49	-0,59
Nachsteuerergebnis	-4,01	-4,39	-3,70	-0,30

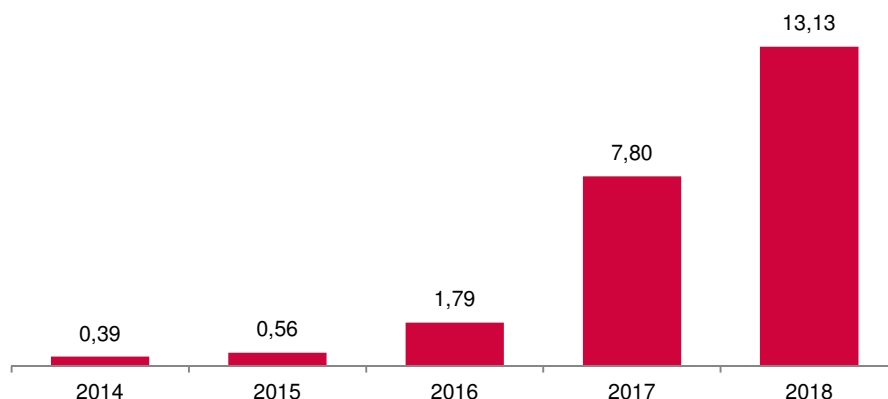
Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2018

Der dargestellte Wandel der Expedeon AG, von einer forschungsorientierten zu einer auf der Kommerzialisierung der Produkte hin ausgerichteten Gesellschaft, wird insbesondere anhand der Umsatzentwicklung der vergangenen Geschäftsjahre sichtbar. Mit der akquisitionsbedingten sowie aus der eigenen Forschung heraus resultierenden Ausweitung der Produktpipeline war die Gesellschaft in der Lage, einen breiteren Kundenkreis aus den Marktsegmenten Immunologie, Genomik sowie Proteomik anzusprechen. Mittlerweile erzielt die Expedeon AG rund 70 % der Umsatzerlöse mit Industrieunternehmen und Partnern und 30 % der Umsätze mit akademischen Institutionen. Damit wird sichtbar, dass die Expedeon-Produkte bspw. zunehmend in diagnostischen Endprodukten angewendet werden.

Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg hat die Expedeon AG, insbesondere durch die aktive „Grow, Buy & Build“-Strategie, die Umsatzbasis erheblich ausgebaut. Das in 2018 erreichte signifikante Umsatzwachstum in Höhe von 68,4 % auf 13,13 Mio. € (VJ: 7,80 Mio. €) ist dabei gleichermaßen organischen als auch anorganischen Ursprungs. Zum 01. Mai 2018 wurde erstmalig die TGR BioSciences in den Expedeon-Konzern einbezogen, die seit dem Erwerbszeitpunkt Umsatzerlöse in Höhe von rund 2,8 Mio. € beigetragen hat. Zusätzlich dazu hatte die im Juni 2017 erworbene Innova Biosciences erstmals ganzjährig zu den Konzernumsätzen beigetragen, so dass hier ein positiver Basiseffekt vorliegt. Damit wurden sowohl die nach der TGR-Akquisition angehobene Umsatzguidance (13 – 14 Mio. €) als auch unsere Umsatzschätzung (13,20 Mio. €) vollumfänglich erfüllt.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



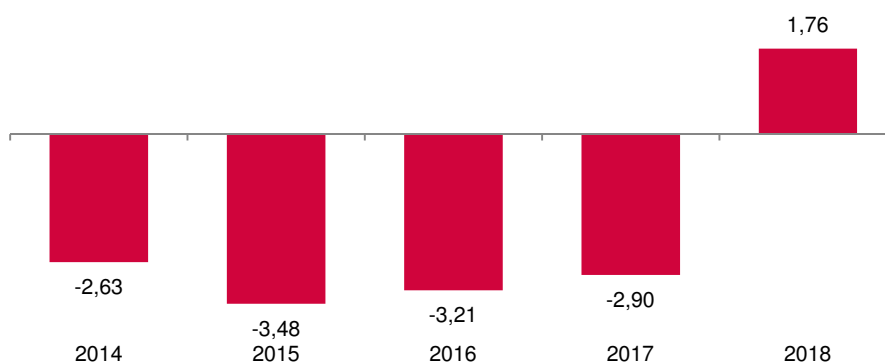
Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Nach dem TGR-Erwerb wurde dabei der Großteil des Umsatzwachstums im zweiten Halbjahr 2018 erzielt. Ausgehend von den Umsatzerlösen des vierten Quartals 2018 in Höhe von 3,85 Mio. € (Q4 17: 2,46 Mio. €) liegt die aufs Gesamtjahr hochgerechnete so genannte „Run Rate“ bei ca. 15,4 Mio. €.

Ergebnisentwicklung 2018

Auf Grundlage der deutlich gestiegenen Umsatzbasis wurde in 2018, wie vom Unternehmen im Vorfeld erwartet, erstmals ein positives EBITDA erwirtschaftet. Hier spielt der Umstand eine wichtige Rolle, dass es sich bei den in den vergangenen Geschäftsjahren erworbenen Unternehmen (Expedeon und C.B.S. in 2016, Innova in 2017, TGR in 2018) um jeweils profitabel agierende Gesellschaften handelt. TGR BioSciences trug seit dem Erwerbszeitpunkt mit 0,93 Mio. € zum Vorsteuerergebnis bei.

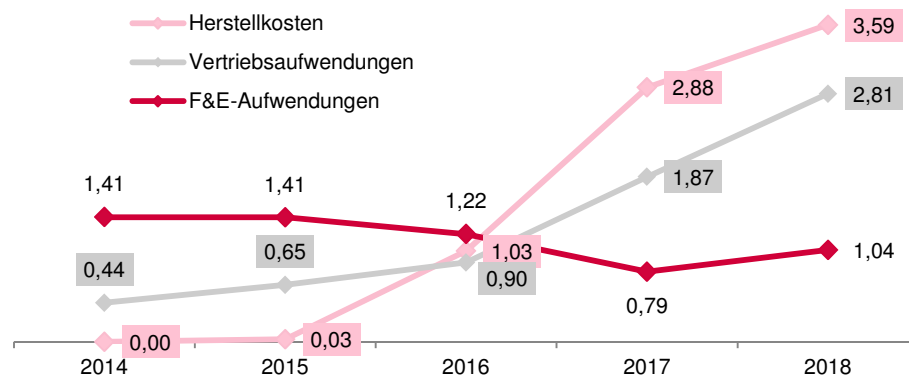
EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Einschränkend gilt es hier jedoch festzuhalten, dass das ausgewiesene EBITDA in Höhe von 1,76 Mio. € (VJ: -2,90 Mio. €) optisch zu hoch ausgefallen ist. Gewinne aus der Neubewertung von Earn-Out-Komponenten für Innova Biosciences und TGR BioSciences in Höhe von 1,04 Mio. € sind dabei als ein außerordentlich positiver Effekt zu betrachten. Dieser Sonderertrag steht mit dem niedrigeren Aktienkurs der Expedeon AG in Verbindung, wodurch die an die erworbenen Unternehmen als Kaufpreisbestandteil ausgegebenen Wandelschuldverschreibungen einen niedrigeren Wert aufweisen. Die Expedeon AG publiziert daher auch ein um Sondereffekte sowie akquisitionsbedingte Faktoren bereinigtes EBITDA, welches mit 0,98 Mio. € (VJ: -2,13 Mio. €) zwar niedriger ausfällt, dennoch deutlich im positiven Bereich liegt. Der positive Ergebnisbeitrag der im Mai 2018 erworbenen TGR BioSciences wird insbesondere anhand des unterjährig stark ansteigenden operativen Ergebnisses ersichtlich. Während im ersten Halbjahr 2018 das bereinigte EBITDA bei 0,16 Mio. € lag, kletterte dieses im zweiten Halbjahr deutlich auf 0,82 Mio. €.

Entwicklung der wichtigsten Kostenpositionen



Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Die dargestellte Neuorientierung der Expedeon AG wird innerhalb der einzelnen Kostenpositionen sichtbar. Während bis zum Geschäftsjahr 2016 die Aufwendungen für Forschungsaktivitäten die Vertriebs- und Herstellkosten deutlich überstiegen, ist insbesondere seit 2017 ein Ausbau des Vertriebs sowie der Produktionsaktivitäten erkennbar. Zugleich stiegen die Verwaltungskosten als Konsequenz der neuen Unternehmensakquisitionen deutlich.

Auch wenn auf EBIT-Ebene der Break-Even noch nicht erreicht ist, so ist auch auf dieser Ergebnisebene eine deutliche Verbesserung auf -0,59 Mio. € (VJ: -4,49 Mio. €) ersichtlich.

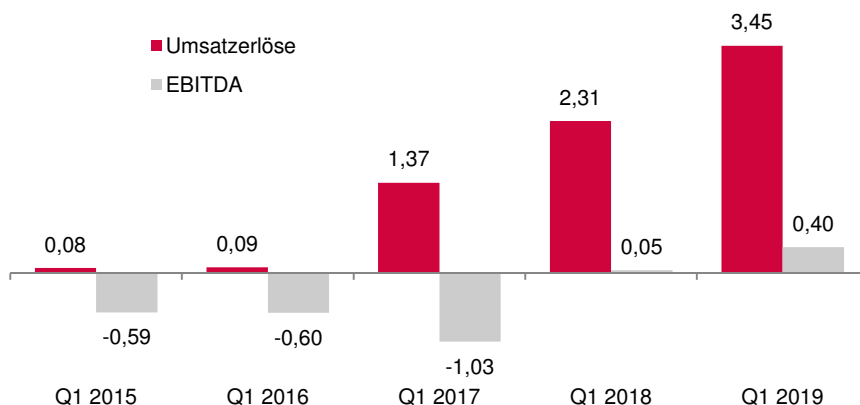
Geschäftsentwicklung Q1 2019

GuV (in Mio. €)	Q1/2016	Q1/2017	Q1/2018	Q1 2019
Umsatzerlöse	0,09	1,37	2,31	3,45
EBITDA	-0,60	-1,03	0,05	0,40
EBIT	-0,67	-1,32	-0,38	-0,28
Nachsteuerergebnis	-0,68	-1,20	-0,32	-0,46

Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Der eingeschlagene dynamische Wachstumskurs hatte sich bei den Umsätzen im ersten Quartal 2019 fortgesetzt. Der Umsatzanstieg in Höhe von 49,5 % auf 3,45 Mio. € (VJ: 2,31 Mio. €) verdeutlicht dabei die höhere nachhaltige Umsatzbasis, die insbesondere mit den Unternehmensakquisitionen der vergangenen Geschäftsjahre erreicht wurde. In den Umsätzen des ersten Quartals 2019 ist erstmalig der Beitrag der TGR BioScience enthalten, so dass hier auch anorganische Effekte enthalten sind.

Quartalsbezogene Umsatz- und EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Hervorzuheben ist dabei der erneute deutliche EBITDA-Anstieg auf 0,40 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €) womit auf dieser Ergebnisebene der Break-Even nun auch nachhaltig überschritten ist. Erwartungsgemäß lag das EBIT aufgrund der deutlich gestiegenen Abschreibungen auf erworbene Vermögenswerte mit -0,28 Mio. € (VJ: -0,38 Mio. €) noch im negativen Bereich. Auch wenn anhand des rückläufigen Nachsteuerergebnisses ein Anstieg der Zinsaufwendungen abgebildet wird, wird dennoch eine Fortsetzung der positiven Geschäftsentwicklung sichtbar.

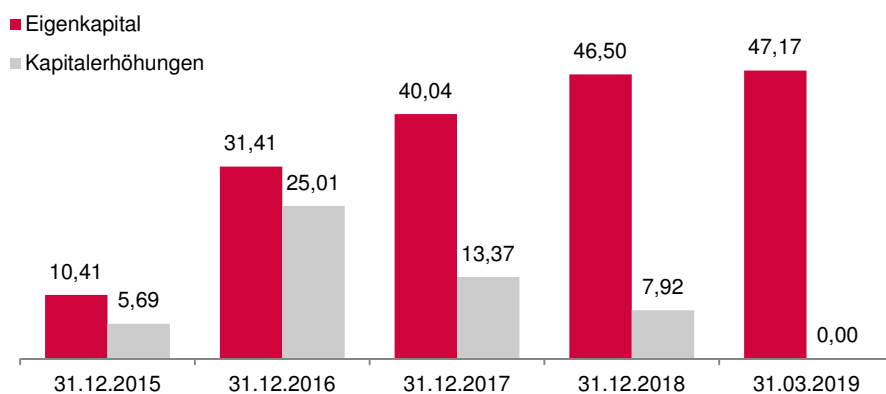
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2019

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019
Eigenkapital	31,41	40,04	46,50	47,17
EK-Quote (in %)	82,6%	80,1%	72,5%	73,3%
Liquide Mittel	3,80	1,95	6,24	5,64
Cashflow (operativ)	-3,22	-2,89	-0,16	-0,34
Cashflow (Investitionen)	-1,80	-9,32	-6,71	-0,18
Cashflow (Finanzierung)	4,24	10,43	11,19	-0,26

Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Die Unternehmensakquisitionen der vergangenen Geschäftsjahre haben das Bilanzbild der Expedeon AG erheblich verändert. Nachdem im Juli 2016 die mittlerweile namensgebende Expedeon Holdings Ltd. für insgesamt 22,59 Mio. € erworben wurde, hat die Gesellschaft im Dezember 2016 die C.B.S Scientific Inc. für 0,84 Mio. € sowie in 2017 die Innova Biosciences Ltd. für 14,49 Mio. € erworben. Schließlich erfolgte in 2018 der Erwerb der TGR BioSciences Ltd. für 9,89 Mio. €. Für die Finanzierung der genannten Transaktionen hat die Gesellschaft in der Regel auf einen Mix aus Sachkapitalerhöhungen, Barkapitalerhöhungen, sowie der Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen an die Käufer zurückgegriffen. Da überwiegend Sachkapital- und Barkapitalerhöhungen erfolgt sind, legte das Eigenkapital der Expedeon AG zum 31.03.19 deutlich auf 47,17 Mio. € zu. Noch zum Ende des Geschäftsjahres 2015, also vor Beginn der hohen Investitionsaktivität, lag das Eigenkapital deutlich niedriger bei 10,41 Mio. €.

Eigenkapital und Kapitalmaßnahmen (in Mio. €)

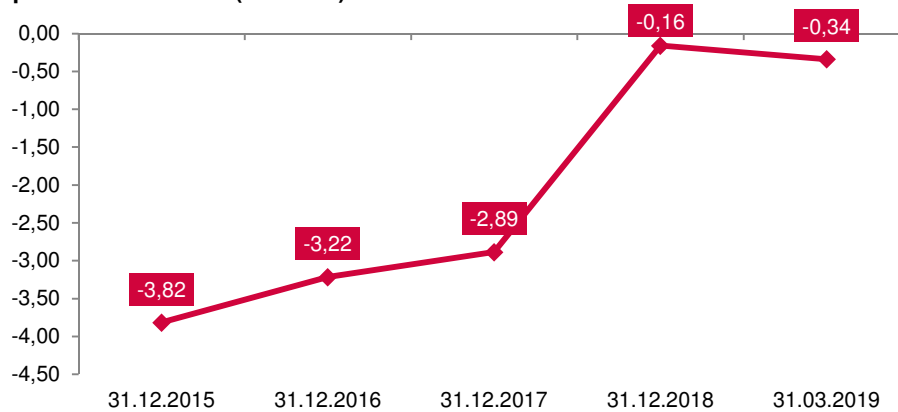


Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Analog zu dieser Entwicklung legten die Vermögenswerte (immaterielles Vermögen, Goodwill, Anlagevermögen etc.) auf der Aktivseite der Bilanz deutlich auf 52,07 Mio. € zu.

Teilweise wurden die Kapitalmaßnahmen auch zur Deckung des Liquiditätsbedarfs durchgeführt. Insbesondere in den vergangenen Geschäftsjahren hatte die Expedeon AG einen jährlichen Cashburn (gemessen am operativen Cashflow) in Höhe von über 3,0 Mio. € ausgewiesen. Erst im vergangenen Geschäftsjahr wurde, analog zur stark steigenden Ergebnisentwicklung, eine deutliche Verbesserung des operativen Cashflows auf -0,16 Mio. € erreicht. Bereinigt um Working Capital-Effekte hätte die Expedeon AG sogar erstmalig einen positiven operativen Cashflow in Höhe von 0,32 Mio. € ausgewiesen. Der gleiche Effekt hatte im ersten Quartal zu einem Cashflow in Höhe von -0,34 Mio. € geführt, welcher bereinigt um den Anstieg des Working Capitals bei 0,08 Mio. € und damit ebenfalls im positiven Bereich gelegen hätte.

Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Es wird also ersichtlich, dass die Gesellschaft, zumindest für das operative Geschäft, keine externen Mittel mehr benötigt. Die Kapitalmaßnahme des abgelaufenen Geschäftsjahres 2018 war ausschließlich zur Finanzierung des TGR-Erwerbes durchgeführt worden. Hier wird nochmal der erfolgreiche Transformationsprozess hin zu einer auf der Kommerzialisierung der Produkte ausgerichteten Gesellschaft ersichtlich. Der aktuelle Finanzmittelbestand in Höhe von 5,64 Mio. € stünde vor diesem Hintergrund vordergründig für das Wahrnehmen weiterer Akquisitionsoportunitäten zur Verfügung. Allerdings betont Expedeon, dass die bestehende Technologie-Plattform eine starke kommerzielle Ausgangslage für nachhaltiges organisches Wachstum ist.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	13,13	15,93	22,22	26,67
EBITDA	1,76	2,18	4,03	5,38
EBIT	-0,59	-0,41	1,57	3,04
Nachsteuerergebnis	-0,30	-0,96	1,04	2,38

Quelle: GBC AG

Die erwartete Ausrichtung der Expedeon AG auf eine kommerzielle Kundenbasis wurde insbesondere im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 größtenteils vollzogen. Auf Basis der in den vergangenen Geschäftsjahren getätigten und erfolgreich integrierten Akquisitionen hat sich die Gesellschaft als ein marktführender Innovator in den wichtigen Bereichen der Onkologie- und Immunologieforschung positioniert und sieht Wachstumspotenziale in der klinischen Diagnostik, der Zulieferung von DNA für die Gentherapie und der Entwicklung neuer Produkte.

Im Rahmen der auf „Grow, Buy, Build“ hin ausgerichteten Strategie soll dabei nicht nur der Vertrieb des bestehenden Produktportfolios und der in den Markt eingeführten Technologien für alle wichtigen Märkte erweitert werden, darüber hinaus sollen neue Produkte für die genannten wachstumsstarken Märkte entwickelt werden. Auf Grundlage der Plattformtechnologie sind Produkteinführungen für die Expedeon AG, als Lifescience-Unternehmen, mit vergleichsweise geringem Kosten- und Zeitaufwand zu bewerkstelligen. Gemäß Unternehmensangaben verfügt die Gesellschaft über insgesamt 24 Entwicklungsmöglichkeiten, wobei hier ein Teil kurz vor der Markteinführung steht. Die Produkte basieren auf den Plattformtechnologien TruePrime™, Lightning-Link® und CaptSure™. Noch im laufenden Geschäftsjahr sollten die ersten Produkte für den Bereich Oligo-Barcoding und Isotop-Barcoding, und im Zeitraum 2020 bis 2022 weitere Produkte der Entwicklungspipeline in den Markt eingeführt werden.

Markt	Produktfamilie	Potenzieller Umsatz
Gentherapie	TruePrime™	10,0 Mio. €
Oligo-Barcoding	Lightning-Link®	5,0 Mio. €
Isotop-Barcoding	Lightning-Link®	5,0 Mio. €
Multiplex	CaptSure™	3,0 Mio. €
Diagnostika		7,0 Mio. €

Quelle: Expedeon AG; GBC AG

Auch wenn die TruePrime™-Technologie bislang in der operativen Entwicklung eine nur untergeordnete Rolle gespielt hat, dürfte nach dem Proof-of-Concepts und der Markteinführung mit dem Bereich der Flüssigbiopsie ein sehr attraktiver Markt abgedeckt werden. Flüssigbiopsien könnten zukünftig zu einem essenziellen Diagnosewerkzeug in der Onkologie avancieren, da zuverlässige Ergebnisse schnell und mit geringem Aufwand generiert werden können. Mit dieser Technologie würde die Expedeon AG in den Diagnostik-Bereich eintreten, der von deutlich höheren Marktvolumina als der Forschungsbereich gekennzeichnet ist.

Ein mittelfristiges Ziel der Expedeon AG dürfte es sein, mit allen Produktgruppen den Diagnostik-Bereich stärker zu adressieren. Diesbezüglich wurden im vergangenen Geschäftsjahr eine Reihe von Liefer- und Lizenzvereinbarungen für den Einsatz in therapeutische Produkte, Diagnostik-Kits sowie für den Einsatz in externen Immunoassays getroffen. Grundsätzlich stufen wir das Partnergeschäft als besonders vielversprechend ein, da durch die nicht exklusive Auslizenzierung der Produkte die deutlich umfangreicheren Vertriebskanäle der Lizenznehmer genutzt werden können.

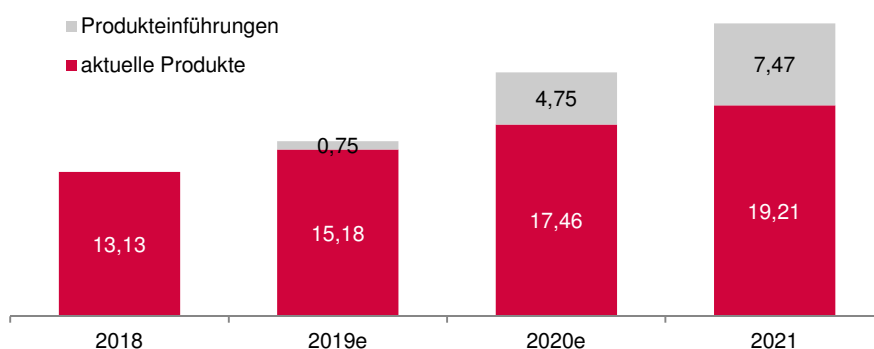
Weiterhin wird die Gesellschaft mit ihren Produkten dabei den Forschungsbereich bedienen. Dies dürfte über das Partnergeschäft umgesetzt werden, im Rahmen dessen die Expedeon-Produkte in die Forschungsplattformen der Partner integriert werden.

Darüber hinaus soll der interne Vertrieb weiter ausgebaut werden, wobei hier gemäß Angaben des Managements insbesondere das digitale Marketing aber auch Direktvertriebsanstrengungen hinsichtlich Cross-Selling im Fokus stehen. Plattformübergreifende Entwicklungsmöglichkeiten der drei wichtigen Technologien TruePrime™, Lightning-Link® und CaptSure™ sind hier besonders vielversprechend.

Umsatzprognosen 2019 - 2021

Mit der Veröffentlichung des Q1-Berichtes 2019 hat die Expedeon AG die im Geschäftsbericht publizierte Prognose bestätigt, wonach für 2019 ein zweistelliges Umsatzwachstum, unter anderem auch gestützt durch Produktneueinführungen, erwartet wird. Alleine durch den erstmaligen ganzjährigen Einbezug der seit Mai 2018 zum Konzernkreis zugehörigen TGR BioSciences, sollte im laufenden Geschäftsjahr eine dynamische Umsatzentwicklung erreicht werden. Zusammen mit der Einführung der neuen Produkte rechnen wir für 2019 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 21,4 % auf 15,93 Mio. € (VJ: 13,13 Mio. €). In den kommenden Geschäftsjahren sollte der Anteil der Umsätze aus den Produktneueinführungen tendenziell zulegen:

Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Wir haben in unseren Umsatzprognosen dabei bewusst eine nur flache Umsatzkurve bei den neuen Produkten unterstellt, so dass der potenzielle Umsatz in Höhe von jährlich 30 Mio. € nur als Upside-Potenzial zu verstehen ist. Wir stufen aber die Wahrscheinlichkeit der Produkteinführung als vergleichsweise hoch ein, da diese auf bestehenden und damit erprobten Technologien basieren.

Anorganische Wachstumsbestandteile, die explizit weiterhin zur Unternehmensstrategie dazugehören, sind in unseren Umsatzprognosen nicht berücksichtigt. Die Expedeon AG verfügt aber mit Zahlungsmitteln in Höhe von 5,64 Mio. € (31.03.2019) über einen ausreichenden Liquiditätspuffer, um Kaufopportunitäten zeitnah wahrzunehmen.

Ergebnisprognosen 2019 – 2021

Für das von uns prognostizierte Umsatzwachstum dürfte die Gesellschaft insbesondere die Vertriebsaktivitäten forcieren, was mit einem absoluten Anstieg der Vertriebs- und Marketingkosten einhergehen sollte. Unseren Prognosen zur Folge sollte die Vertriebs-

kostenquote bei knapp unter 20 % der Umsätze liegen, nachdem in den vergangenen Jahren aufgrund des niedrigen Umsatzvolumens noch deutlich höhere Kostenquoten vorlagen.

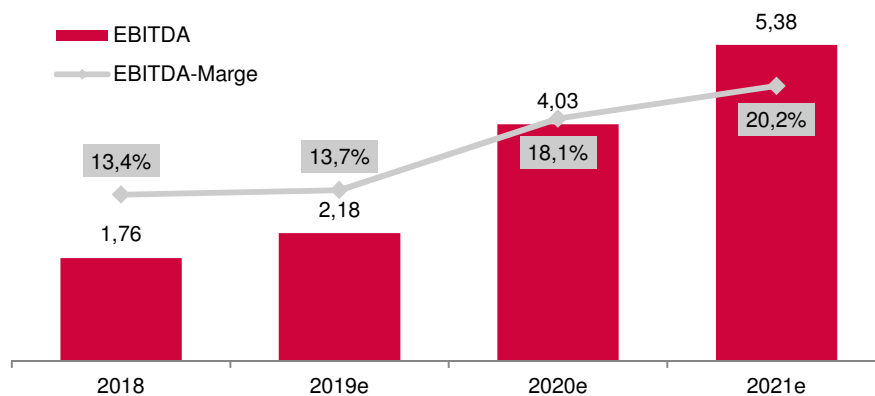
Auch im Bereich der F&E-Aufwendungen sehen wir eine im Vergleich zum Umsatz konstante Entwicklung, bei einer von uns erwarteten F&E-Kostenquote in Höhe von 12,5 %. Alleine die Entwicklung und Markteinführung der dargestellten 24 Produkte sollte für die kommenden Geschäftsjahre der Hauptkostentreiber in diesem Bereich sein.

Bei den Herstellungskosten des Umsatzes, also beim Materialaufwand, dürfte die Expedeon AG eine ebenfalls konstante Kostenquote von etwas unter 30 % aufweisen. Hier ist es erwähnenswert, dass die Gesellschaft die Produktion der Reagenzien „in house“ vornimmt und insofern nicht zu stark von externen Zulieferern abhängig ist.

Einsparpotenziale erkennen wir hingegen insbesondere bei den Verwaltungsaufwendungen, die in den vergangenen Jahren im Rahmen der hohen Akquisitionsaktivität sprunghaft zugelegt haben. Wir rechnen mit einer Zusammenlegung bestimmter Verwaltungsfunktionen, so dass hier künftig die Kostenquote fallen sollte, was entsprechende Skaleneffekte ermöglicht.

In Summe rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre mit einem Anstieg der EBITDA-Marge auf über 20 %, wobei wir, bei entsprechend hohen Umsatzniveaus und einem zunehmenden Anteil an margenstarken Lizenzerlösen EBITDA-Margen von 35 % als erreichbar erachten. Diese Annahme ist in der Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells abgebildet.

Prognose EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Unser 2019er EBITDA entspricht dabei der Unternehmensprognose, wonach für das laufende Geschäftsjahr ein bereinigtes EBITDA von über 2,0 Mio. € erwartet wird. Für das Geschäftsjahr 2020 rechnen wir mit dem erstmaligen Überschreiten des Break-Even auf allen Ergebnisebenen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Expedeon AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten konsolidierten Schätzungen für die Jahre 2019 - 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 15,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 35,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 5,0 % - 10,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Expedeon AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,25 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,21 (bisher: 1,41). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,68 % (bisher: 9,03 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,44 % (bisher: 8,65 %).

Bewertungsergebnis

Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein gleichbleibendes Kursziel in Höhe von 3,20 € (bisher: 3,20 €) je Aktie ermittelt. Hierfür sind gegenläufige Effekte verantwortlich, die sich jedoch vollständig aufheben. Einerseits ergibt sich, infolge des erwarteten flacheren Ergebnisanstieges, eine Kurszielminderung. Dem stehen jedoch ein turnusmäßiger Roll-Over-Effekt sowie die Reduktion des WACC, als Folge des deutlich geminderten Risikos, gegenüber.

DCF-Modell

SYGNIS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	34,0%	ewige EBITA - Marge	26,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	16,5%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	9,4%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	15,93	22,22	26,67	30,68	35,28	40,57	46,65	53,65	
US Veränderung	21,4%	39,4%	20,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,98	1,47	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	
EBITDA	2,18	4,03	5,38	10,43	11,99	13,79	15,86	18,24	
EBITDA-Marge	13,7%	18,2%	20,2%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	
EBITA	-0,41	1,57	3,04	8,09	9,30	10,70	12,30	14,15	
EBITA-Marge	-2,6%	7,1%	11,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%
Steuern auf EBITA	0,00	-0,01	-0,14	-0,40	-0,47	-0,53	-1,23	-1,41	
zu EBITA	0,0%	0,4%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	10,0%	10,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	-0,41	1,56	2,90	7,68	8,84	10,16	11,07	12,73	
Kapitalrendite	-2,1%	8,8%	17,0%	46,0%	46,0%	46,0%	43,6%	43,6%	32,6%
Working Capital (WC)	1,50	2,00	2,50	2,87	3,31	3,80	4,37	5,03	
WC zu Umsatz	9,4%	9,0%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	
Investitionen in WC	0,04	-0,50	-0,50	-0,37	-0,43	-0,50	-0,57	-0,66	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	16,20	15,10	14,20	16,33	18,78	21,60	24,84	28,56	
AFA auf OAV	-2,60	-2,47	-2,34	-2,34	-2,69	-3,10	-3,56	-4,10	
AFA zu OAV	16,0%	16,3%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
Investitionen in OAV	-0,89	-1,37	-1,44	-4,47	-5,14	-5,91	-6,80	-7,82	
Investiertes Kapital	17,70	17,10	16,70	19,20	22,09	25,40	29,21	33,59	
EBITDA	2,18	4,03	5,38	10,43	11,99	13,79	15,86	18,24	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,01	-0,14	-0,40	-0,47	-0,53	-1,23	-1,41	
Investitionen gesamt	-2,45	-2,80	-1,94	-4,85	-5,57	-6,41	-7,37	-8,48	
Investitionen in OAV	-0,89	-1,37	-1,44	-4,47	-5,14	-5,91	-6,80	-7,82	
Investitionen in WC	0,04	-0,50	-0,50	-0,37	-0,43	-0,50	-0,57	-0,66	
Investitionen in Goodwill	-1,60	-0,93	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,27	1,23	3,30	5,18	5,96	6,85	7,26	8,35	223,96

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	162,77	173,64
Barwert expliziter FCFs	27,22	28,01
Barwert des Continuing Value	135,56	145,64
Nettoschulden (Net debt)	5,23	4,52
Wert des Eigenkapitals	157,55	169,12
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	157,55	169,12
Ausstehende Aktien in Mio.	52,16	52,91
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,02	3,20

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,21
Eigenkapitalkosten	7,7%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,4%

Kapitalrendite	WACC				
	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%
30,6%	3,95	3,42	3,01	2,69	2,42
31,6%	4,08	3,53	3,10	2,77	2,50
32,6%	4,20	3,63	3,20	2,85	2,57
33,6%	4,33	3,74	3,29	2,93	2,64
34,6%	4,46	3,85	3,38	3,01	2,71

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,6a,7,10,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de