

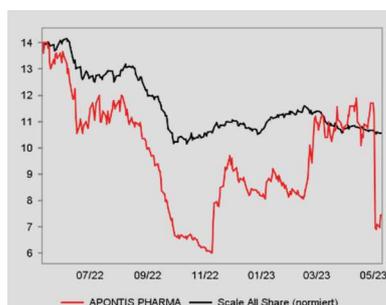
|   |  |   |  |
|---|--|---|--|
| <b>Buy</b><br><b>EUR 26,00</b><br><br>Kurs EUR 7,46<br>Upside 248,5 % | <b>Wertindikatoren:</b> EUR<br>DCF: 26,04  | <b>Warburg ESG Risiko Score: n.a.</b><br>ESG Score (MSCI basiert): n.a.<br>Bilanz Score: n.a.<br>Markt Liquidität Score: n.a. | <b>Beschreibung:</b><br>Spezialpharmaunternehmen und Gesundheitsdienstleister mit starkem Vertrieb |
|   | <b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio.<br>Marktkapitalisierung: 63,4<br>Aktienanzahl (Mio.): 8,5<br>EV: 44,5<br>Freefloat MC: 35,5<br>Ø Trad. Vol. (30T): 204,29 Tsd. | <b>Aktionäre:</b><br>Freefloat 56,00 %<br>Paragon Partners 37,00 %<br>Boost Management 7,00 %                                 | <b>Kennzahlen (WRe):</b> 2023e<br>Beta: 1,5<br>KBV: 1,8 x<br>EK-Quote: 72 %                        |

## Ein holpriger Weg, aber Single Pills bleiben attraktiv

| FY end 31.12.<br>(in EUR m) | Q1 2023<br>reported | Q1 2022<br>reported | yoy<br>% | Q1 2023<br>WRe | Delta<br>% |
|-----------------------------|---------------------|---------------------|----------|----------------|------------|
| Sales                       | 10.0                | 14.3                | -30.1%   | 11.8           | -15.3%     |
| - Single Pills              | 6.6                 | 8.7                 | -24.1%   | 8.5            | -21.9%     |
| EBITDA                      | -1.5                | 2.4                 | na       | 0.1            | -1600.0%   |
| EBIT                        | -2.0                | 2.0                 | na       | -0.6           | 233.3%     |

Source: WR, Company data

- Apontis hat Zahlen für Q1 veröffentlicht, die hinter unseren Erwartungen zurückblieben, da wir Q1 als ein positiveres Quartal eingeschätzt hatten. Trotz der kürzlichen Senkung der Guidance im Zusammenhang mit der Lieferkette hatten wir dennoch eine stärkere Dynamik in Q1 erwartet. Apontis meldete einen Single-Pill-Umsatz von EUR 6,6 Mio. und einen Gesamtumsatz von EUR 10 Mio. Die Run-Rate des Single-Pill-Umsatzes in Q1 2023 impliziert einen GJ 2023-Umsatz mit Single Pills von rund EUR 27 Mio., während Apontis einen Umsatz von EUR 31,9 Mio. prognostiziert. Dies deutet auf einen Umsatzanstieg in H2 2023 hin, da die drei kürzlich eingeführten Single Pills an Marktdynamik gewinnen sollten und die neue Verpackungsstrategie von Caramlo Wirkung zeigen dürfte.
- Sowohl Caramlo als auch Atorimib stehen unter ausschreibungsbedingtem Preisdruck, den Apontis jedoch abfedern kann. Atorimib und Caramlo verzeichneten eine starke Nachfrage, aber im Falle von Atorimib war Apontis nicht in der Lage, diese Nachfrage zu bedienen. Durch die Umstellung von einer 100er-Packung auf eine 90er-Packung verzeichnete Apontis bereits einen besseren Absatz von Atorimib als erwartet, bevor es zu Problemen in der Lieferkette kam. Das Unternehmen plant, dasselbe Schema auf Caramlo anzuwenden, um den Absatz wieder zu steigern. Apontis befindet sich außerdem in fortlaufenden Gesprächen mit seinem Atorimib-Lieferanten, um die Worst-Case-Situation zu vermeiden, die sich derzeit in der Guidance für das GJ 2023 widerspiegelt.
- Positiv zu vermerken ist, dass die verbleibende Entwicklungspipeline an Reife gewinnt: Rosazimib (Umsatzpotenzial EUR 3 Mio.) wurde am 8.5.23 zugelassen und AP-D12 (Umsatzpotenzial EUR 6 Mio.) am 5.5.23. Insgesamt rechnet Apontis mit der Markteinführung von fünf neuen Single Pills im Jahr 2024 (WRe: vier).
- Die Anlegerstimmung hat nach der Gewinnwarnung natürlich einen Dämpfer erlitten, aber viele der Probleme lassen sich auf Dritte (Lieferanten und Regulierungsbehörden) zurückführen. Apontis hat zweifellos Raum für Verbesserungen, und die heutige Telefonkonferenz machte deutlich, dass das Unternehmen aus den jüngsten Ereignissen gelernt hat. Insgesamt bleiben Single Pills attraktive Substitute mit großem Patientenpotenzial, und die Ärzte sind von den Vorteilen überzeugt. Mit der Einführung digitaler Unterstützungssysteme erwarten wir einen Anstieg der Marktakzeptanz. Trotz dieses Stolpersteins bleibt der Investment Case insgesamt intakt und wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



### Rel. Performance vs Scale All

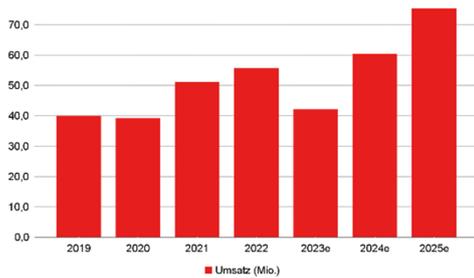
|                   |         |
|-------------------|---------|
| 1 Monat:          | -33,3 % |
| 6 Monate:         | 5,2 %   |
| Jahresverlauf:    | -9,0 %  |
| Letzte 12 Monate: | -22,1 % |

### Unternehmenstermine:

|          |    |
|----------|----|
| 12.05.23 | HV |
| 10.08.23 | Q2 |
| 09.11.23 | Q3 |

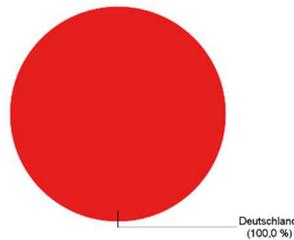
| GJ Ende: 31.12.<br>in EUR Mio. | CAGR<br>(22-25e) | 2019                                       | 2020   | 2021    | 2022   | 2023e   | 2024e  | 2025e  |
|--------------------------------|------------------|--|--------|---------|--------|---------|--------|--------|
| <b>Umsatz</b>                  | 10,6 %           | 40,0                                       | 39,2   | 51,2    | 55,7   | 42,2    | 60,5   | 75,4   |
| Veränd. Umsatz yoy             |                  | 241,3 %                                    | -2,0 % | 30,5 %  | 8,8 %  | -24,3 % | 43,5 % | 24,7 % |
| <b>Rohertragsmarge</b>         |                  | 72,4 %                                     | 63,8 % | 66,0 %  | 62,8 % | 64,9 %  | 69,9 % | 74,6 % |
| <b>EBITDA</b>                  | 38,4 %           | -1,7                                       | 1,0    | 2,4     | 5,6    | -3,3    | 2,6    | 14,8   |
| Marge                          |                  | -4,2 %                                     | 2,7 %  | 4,7 %   | 10,0 % | -7,9 %  | 4,3 %  | 19,6 % |
| <b>EBIT</b>                    | 42,4 %           | -2,2                                       | -0,6   | 0,7     | 3,8    | -5,6    | -0,2   | 10,9   |
| Marge                          |                  | -5,6 %                                     | -1,6 % | 1,3 %   | 6,8 %  | -13,4 % | -0,4 % | 14,5 % |
| <b>Nettoergebnis</b>           | 43,8 %           | -2,4                                       | -1,2   | -0,7    | 2,7    | -6,1    | -0,7   | 7,9    |
| <b>EPS</b>                     | 44,2 %           | -2,39                                      | -1,20  | -0,09   | 0,31   | -0,72   | -0,09  | 0,93   |
| <b>EPS adj.</b>                | 44,2 %           | -2,14                                      | -1,20  | -0,09   | 0,31   | -0,72   | -0,09  | 0,93   |
| <b>DPS</b>                     | -                | 0,00                                       | 0,00   | 0,00    | 0,00   | 0,00    | 0,00   | 0,00   |
| Dividendenrendite              |                  | n.a.                                       | n.a.   | n.a.    | n.a.   | n.a.    | n.a.   | n.a.   |
| <b>FCFPS</b>                   |                  | -1,28                                      | 0,80   | 0,21    | 0,91   | -1,80   | -0,26  | 1,35   |
| <b>FCF / Marktkap.</b>         |                  | n.a.                                       | n.a.   | 1,0 %   | 7,8 %  | -24,2 % | -3,5 % | 11,5 % |
| <b>EV / Umsatz</b>             |                  | n.a.                                       | n.a.   | 2,9 x   | 1,2 x  | 1,1 x   | 0,8 x  | 1,0 x  |
| <b>EV / EBITDA</b>             |                  | n.a.                                       | n.a.   | 62,4 x  | 11,6 x | n.a.    | 18,2 x | 4,9 x  |
| <b>EV / EBIT</b>               |                  | n.a.                                       | n.a.   | 225,5 x | 17,1 x | n.a.    | n.a.   | 6,7 x  |
| <b>KGV</b>                     |                  | n.a.                                       | n.a.   | n.a.    | 37,4 x | n.a.    | n.a.   | 12,6 x |
| <b>KGV ber.</b>                |                  | n.a.                                       | n.a.   | n.a.    | 37,4 x | n.a.    | n.a.   | 12,6 x |
| <b>FCF Potential Yield</b>     |                  | n.a.                                       | n.a.   | 0,9 %   | 6,8 %  | -7,5 %  | 5,5 %  | 16,9 % |
| <b>Nettoverschuldung</b>       |                  | 7,9  | 8,2    | -27,4   | -33,7  | -18,9   | -15,9  | -26,7  |
| <b>ROCE (NOPAT)</b>            |                  | n.a.                                       | n.a.   | n.a.    | 23,5 % | n.a.    | n.a.   | 46,1 % |
| <b>Guidance:</b>               |                  | Umsatz EUR 42.6 Mio., EBITDA EUR -3,2 Mio. |        |         |        |         |        |        |

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



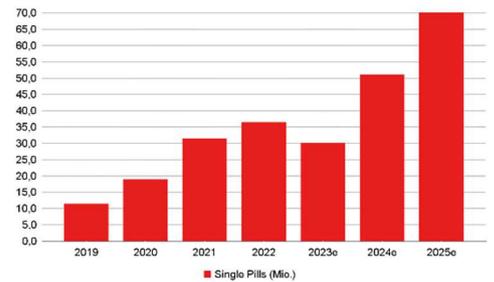
Quelle: Company data, Warburg Research

Umsatz nach Regionen 2022; in %



Quelle: Company data, Warburg Research

Entwicklung Single Pill Umsatz in Mio. EUR



Quelle: Company data, Warburg Research

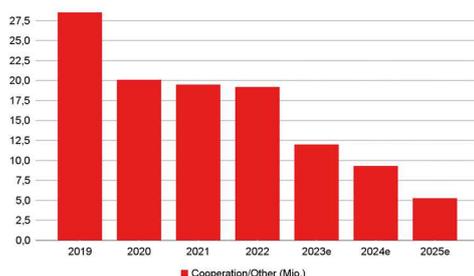
## Unternehmenshintergrund

- APONTIS ist ein Spezialpharmaunternehmen, das Dienste für Gesundheitsdienstleister anbietet. Es wurde 2018 von der UCB Group unabhängig, hat seinen Hauptsitz in Monheim am Rhein und beschäftigte 2022 175 Mitarbeiter.
- APONTIS konzentriert sich auf die Entwicklung und Vermarktung von "Single Pills", innovativen Kombinationsprodukten zur Behandlung von Herz-Kreislauf-Erkrankungen.
- Das Unternehmen verfügt über ein hochmotiviertes Vertriebsteam (ca 120 von 175 Mitarbeitern), das intensiv mit Ärzten zusammenarbeitet und ihnen umfangreiche Unterstützung anbietet.
- APONTIS betreibt Co-Marketing von Medikamenten seiner Partner, um sein Produktportfolio zu erweitern und so seine Vertriebskraft voll auszuschöpfen.

## Wettbewerbsqualität

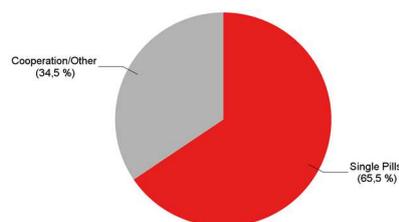
- APONTIS hat einen First-Mover-Vorteil und ist im Wachstumsmarkt der Single Pills für Herz-Kreislauf-Erkrankungen tätig. Allein in Deutschland hat diese Produktgruppe einen Umsatz von ca. EUR 3,3 Mrd. p.a.
- Single Pills sind eine Innovation in einem Markt, der durch den Mangel neuer Therapien geprägt ist. Mit dem Potenzial besserer Ergebnisse kann APONTIS mit den Produkten Premiumpreise und attraktive Marktanteile erzielen.
- APONTIS hat einen gut vernetzten, motivierten und effektiven Vertrieb (Top 5 in D), der enge Beziehungen zu Ärzten pflegt, um die Produkte in den Markt zu bringen und die Gesundheit der Patienten zu verbessern.
- APONTIS verfügt über ein schlankes Geschäftsmodell mit Fokus auf Marketing & Vertrieb und einer geringen F&E- und Produktionspräsenz. Dies ermöglicht die Skalierung des Geschäfts mit äußerst attraktivem Deckungsbeitrag.

Entwicklung Co-Marketing/Other Umsatz in Mio. EUR



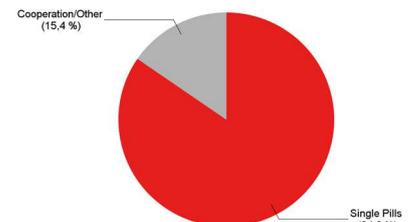
Quelle: Company data, Warburg Research

Umsatz nach Segmenten 2022; in %



Quelle: Company data, Warburg Research

Umsatz nach Segmenten 2024e; in %



Quelle: Company data, Warburg Research

DCF Modell

| Kennzahlen in EUR Mio.       | Detailplanung |        |        | Übergangsphase |        |        |        |        |        |        |        |        |        | Term. Value |
|------------------------------|---------------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
|                              | 2023e         | 2024e  | 2025e  | 2026e          | 2027e  | 2028e  | 2029e  | 2030e  | 2031e  | 2032e  | 2033e  | 2034e  | 2035e  |             |
| Umsatz                       | 42,2          | 60,5   | 75,4   | 91,4           | 112,2  | 130,9  | 141,0  | 145,3  | 148,0  | 150,9  | 154,0  | 157,0  | 160,2  |             |
| Umsatzwachstum               | -24,3 %       | 43,5 % | 24,7 % | 21,2 %         | 22,7 % | 16,6 % | 7,7 %  | 3,1 %  | 1,8 %  | 2,0 %  | 2,0 %  | 2,0 %  | 2,0 %  | 2,0 %       |
| EBIT                         | -5,6          | -0,2   | 10,9   | 17,4           | 24,7   | 30,1   | 33,8   | 34,9   | 35,5   | 36,2   | 36,9   | 37,7   | 36,8   |             |
| EBIT-Marge                   | -13,4 %       | -0,4 % | 14,5 % | 19,0 %         | 22,0 % | 23,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 23,0 % |             |
| Steuerquote (EBT)            | 24,0 %        | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 %         | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % | 24,0 % |             |
| NOPAT                        | -4,3          | -0,2   | 8,3    | 13,2           | 18,8   | 22,9   | 25,7   | 26,5   | 27,0   | 27,5   | 28,1   | 28,6   | 28,0   |             |
| Abschreibungen               | 2,3           | 2,8    | 3,9    | 5,4            | 5,6    | 5,2    | 5,6    | 5,8    | 5,9    | 6,0    | 6,2    | 4,7    | 4,8    |             |
| Abschreibungsquote           | 5,5 %         | 4,7 %  | 5,1 %  | 5,9 %          | 5,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 3,0 %  | 3,0 %  |             |
| Veränd. Rückstellungen       | -0,7          | 0,9    | 0,7    | 0,8            | 1,0    | 0,9    | 0,5    | 0,2    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,2    |             |
| Liquiditätsveränderung       |               |        |        |                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |             |
| - Working Capital            | -0,1          | 0,1    | 0,0    | 0,1            | 0,1    | 0,1    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |             |
| - Investitionen              | 9,1           | 7,6    | 3,1    | 3,7            | 4,5    | 5,2    | 5,6    | 5,8    | 5,9    | 6,0    | 6,2    | 4,7    | 4,8    |             |
| Investitionsquote            | 21,6 %        | 12,5 % | 4,1 %  | 4,0 %          | 4,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 3,0 %  | 3,0 %  |             |
| - Sonstiges                  | 0,0           | 0,0    | 0,0    | 0,0            | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |             |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | -11,6         | -4,1   | 9,8    | 15,6           | 20,8   | 23,7   | 26,2   | 26,7   | 27,1   | 27,7   | 28,2   | 28,8   | 28,1   | 29          |
| Barwert FCF                  | -11,0         | -3,5   | 7,5    | 10,7           | 12,9   | 13,2   | 13,2   | 12,1   | 11,1   | 10,2   | 9,4    | 8,6    | 7,6    | 86          |
| Anteil der Barwerte          | -3,72 %       |        |        | 58,02 %        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 45,70 %     |

Modell-Parameter

|                        |                |                        |             |
|------------------------|----------------|------------------------|-------------|
| Herleitung WACC:       |                | Herleitung Beta:       |             |
| Fremdkapitalquote      | 0,00 %         | Finanzielle Stabilität | 1,30        |
| FK-Zins (nach Steuern) | 4,6 %          | Liquidität (Akte)      | 2,00        |
| Marktrendite           | 8,25 %         | Zyklizität             | 1,20        |
| Risikofreie Rendite    | 2,75 %         | Transparenz            | 1,50        |
|                        |                | Sonstiges              | 1,50        |
| <b>WACC</b>            | <b>11,00 %</b> | <b>Beta</b>            | <b>1,50</b> |

Wertermittlung (Mio.)

|                            |            |                            |              |
|----------------------------|------------|----------------------------|--------------|
| Barwerte bis 2035e         | 102        |                            |              |
| Terminal Value             | 86         |                            |              |
| Zinstr. Verbindlichkeiten  | 0          |                            |              |
| Pensionsrückstellungen     | 3          |                            |              |
| Hybridkapital              | 0          |                            |              |
| Minderheiten               | 0          |                            |              |
| Marktwert v. Beteiligungen | 0          |                            |              |
| Liquide Mittel             | 36         | Aktienzahl (Mio.)          | 8,5          |
| <b>Eigenkapitalwert</b>    | <b>221</b> | <b>Wert je Aktie (EUR)</b> | <b>26,04</b> |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

| Beta        | WACC   | Ewiges Wachstum |        |        |              |        |        |        | Delta EBIT-Marge |         |         |         |         |              |         |       |       |
|-------------|--------|-----------------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|------------------|---------|---------|---------|---------|--------------|---------|-------|-------|
|             |        | 1,25 %          | 1,50 % | 1,75 % | 2,00 %       | 2,25 % | 2,50 % | 2,75 % | -1,5 pp          | -1,0 pp | -0,5 pp | +0,0 pp | +0,5 pp | +1,0 pp      | +1,5 pp |       |       |
| <b>1,68</b> | 12,0 % | 22,64           | 22,82  | 23,01  | 23,21        | 23,42  | 23,63  | 23,87  | <b>1,68</b>      | 12,0 %  | 21,73   | 22,23   | 22,72   | 23,21        | 23,70   | 24,19 | 24,68 |
| <b>1,59</b> | 11,5 % | 23,89           | 24,10  | 24,32  | 24,55        | 24,79  | 25,05  | 25,32  | <b>1,59</b>      | 11,5 %  | 22,99   | 23,51   | 24,03   | 24,55        | 25,07   | 25,59 | 26,11 |
| <b>1,55</b> | 11,3 % | 24,56           | 24,79  | 25,02  | 25,27        | 25,54  | 25,82  | 26,12  | <b>1,55</b>      | 11,3 %  | 23,67   | 24,20   | 24,74   | 25,27        | 25,81   | 26,35 | 26,88 |
| <b>1,50</b> | 11,0 % | 25,27           | 25,51  | 25,77  | <b>26,04</b> | 26,33  | 26,64  | 26,96  | <b>1,50</b>      | 11,0 %  | 24,38   | 24,94   | 25,49   | <b>26,04</b> | 26,60   | 27,15 | 27,70 |
| <b>1,45</b> | 10,8 % | 26,01           | 26,28  | 26,56  | 26,86        | 27,17  | 27,50  | 27,86  | <b>1,45</b>      | 10,8 %  | 25,14   | 25,72   | 26,29   | 26,86        | 27,43   | 28,00 | 28,57 |
| <b>1,41</b> | 10,5 % | 26,80           | 27,09  | 27,39  | 27,72        | 28,06  | 28,42  | 28,81  | <b>1,41</b>      | 10,5 %  | 25,95   | 26,54   | 27,13   | 27,72        | 28,31   | 28,90 | 29,48 |
| <b>1,32</b> | 10,0 % | 28,52           | 28,86  | 29,22  | 29,61        | 30,02  | 30,46  | 30,92  | <b>1,32</b>      | 10,0 %  | 27,72   | 28,35   | 28,98   | 29,61        | 30,24   | 30,87 | 31,50 |

■ ...

| Wertermittlung                       |        |        |         |        |        |        |        |
|--------------------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
|                                      | 2019   | 2020   | 2021    | 2022   | 2023e  | 2024e  | 2025e  |
| KBV                                  | n.a.   | n.a.   | 4,3 x   | 2,3 x  | 1,8 x  | 1,8 x  | 2,3 x  |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | -11,01 | -11,29 | 3,16    | 3,05   | 1,56   | 0,92   | 1,96   |
| EV / Umsatz                          | n.a.   | n.a.   | 2,9 x   | 1,2 x  | 1,1 x  | 0,8 x  | 1,0 x  |
| EV / EBITDA                          | n.a.   | n.a.   | 62,4 x  | 11,6 x | n.a.   | 18,2 x | 4,9 x  |
| EV / EBIT                            | n.a.   | n.a.   | 225,5 x | 17,1 x | n.a.   | n.a.   | 6,7 x  |
| EV / EBIT adj.*                      | n.a.   | n.a.   | 225,5 x | 17,1 x | n.a.   | n.a.   | 6,7 x  |
| Kurs / FCF                           | n.a.   | n.a.   | 100,0 x | 12,8 x | n.a.   | n.a.   | 8,7 x  |
| KGV                                  | n.a.   | n.a.   | n.a.    | 37,4 x | n.a.   | n.a.   | 12,6 x |
| KGV ber.*                            | n.a.   | n.a.   | n.a.    | 37,4 x | n.a.   | n.a.   | 12,6 x |
| Dividendenrendite                    | n.a.   | n.a.   | n.a.    | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   |
| FCF Potential Yield (on market EV)   | n.a.   | n.a.   | 0,9 %   | 6,8 %  | -7,5 % | 5,5 %  | 16,9 % |
| *Adjustiert um:                      | -      |        |         |        |        |        |        |

## GuV

| In EUR Mio.   | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023e          | 2024e         | 2025e         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>Umsatz</b>   | <b>40,0</b>   | <b>39,2</b>   | <b>51,2</b>   | <b>55,7</b>   | <b>42,2</b>    | <b>60,5</b>   | <b>75,4</b>   |
| Veränd. Umsatz yoy                                      | 241,3 %       | -2,0 %        | 30,5 %        | 8,8 %         | -24,3 %        | 43,5 %        | 24,7 %        |
| Bestandsveränderungen                                   | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| Aktiviere Eigenleistungen                               | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| <b>Gesamterlöse</b>                                     | <b>40,0</b>   | <b>39,2</b>   | <b>51,2</b>   | <b>55,7</b>   | <b>42,2</b>    | <b>60,5</b>   | <b>75,4</b>   |
| Materialaufwand   | 11,1          | 14,2          | 17,4          | 20,7          | 14,8           | 18,2          | 19,2          |
| <b>Rohertrag</b>  | <b>29,0</b>   | <b>25,0</b>   | <b>33,8</b>   | <b>35,0</b>   | <b>27,4</b>    | <b>42,3</b>   | <b>56,2</b>   |
| <i>Rohertragsmarge</i>                                  | <i>72,4 %</i> | <i>63,8 %</i> | <i>66,0 %</i> | <i>62,8 %</i> | <i>64,9 %</i>  | <i>69,9 %</i> | <i>74,6 %</i> |
| Personalaufwendungen                                    | 18,6          | 16,5          | 19,7          | 17,7          | 22,2           | 25,8          | 28,6          |
| Sonstige betriebliche Erträge                           | 1,3           | 2,6           | 3,6           | 2,6           | 2,0            | 1,2           | 1,5           |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                      | 13,3          | 10,1          | 15,3          | 14,4          | 10,5           | 15,1          | 14,3          |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                      | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| <b>EBITDA</b>   | <b>-1,7</b>   | <b>1,0</b>    | <b>2,4</b>    | <b>5,6</b>    | <b>-3,3</b>    | <b>2,6</b>    | <b>14,8</b>   |
| <i>Marge</i>  | <i>-4,2 %</i> | <i>2,7 %</i>  | <i>4,7 %</i>  | <i>10,0 %</i> | <i>-7,9 %</i>  | <i>4,3 %</i>  | <i>19,6 %</i> |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| <b>EBITA</b>  | <b>-1,7</b>   | <b>1,0</b>    | <b>2,4</b>    | <b>5,6</b>    | <b>-3,3</b>    | <b>2,6</b>    | <b>14,8</b>   |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände          | 0,6           | 1,7           | 1,7           | 1,8           | 2,3            | 2,8           | 3,9           |
| Goodwill-Abschreibung                                   | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| <b>EBIT</b>   | <b>-2,2</b>   | <b>-0,6</b>   | <b>0,7</b>    | <b>3,8</b>    | <b>-5,6</b>    | <b>-0,2</b>   | <b>10,9</b>   |
| <i>Marge</i>  | <i>-5,6 %</i> | <i>-1,6 %</i> | <i>1,3 %</i>  | <i>6,8 %</i>  | <i>-13,4 %</i> | <i>-0,4 %</i> | <i>14,5 %</i> |
| <b>EBIT adj.</b>  | <b>-2,2</b>   | <b>-0,6</b>   | <b>0,7</b>    | <b>3,8</b>    | <b>-5,6</b>    | <b>-0,2</b>   | <b>10,9</b>   |
| Zinserträge   | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,1           | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| Zinsaufwendungen  | 0,8           | 0,9           | 0,4           | 0,0           | 0,5            | 0,5           | 0,5           |
| Sonstiges Finanzergebnis                                | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| <b>EBT</b>  | <b>-3,1</b>   | <b>-1,5</b>   | <b>0,3</b>    | <b>3,8</b>    | <b>-6,1</b>    | <b>-0,7</b>   | <b>10,4</b>   |
| <i>Marge</i>  | <i>-7,7 %</i> | <i>-3,8 %</i> | <i>0,5 %</i>  | <i>6,8 %</i>  | <i>-14,6 %</i> | <i>-1,2 %</i> | <i>13,8 %</i> |
| Steuern gesamt  | -0,7          | -0,3          | 1,0           | 1,1           | 0,0            | 0,0           | 2,5           |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>-2,4</b>   | <b>-1,2</b>   | <b>-0,7</b>   | <b>2,7</b>    | <b>-6,1</b>    | <b>-0,7</b>   | <b>7,9</b>    |
| Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)     | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| <b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>            | <b>-2,4</b>   | <b>-1,2</b>   | <b>-0,7</b>   | <b>2,7</b>    | <b>-6,1</b>    | <b>-0,7</b>   | <b>7,9</b>    |
| Minderheitenanteile                                     | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| <b>Nettoergebnis</b>                                    | <b>-2,4</b>   | <b>-1,2</b>   | <b>-0,7</b>   | <b>2,7</b>    | <b>-6,1</b>    | <b>-0,7</b>   | <b>7,9</b>    |
| <i>Marge</i>  | <i>-6,0 %</i> | <i>-3,1 %</i> | <i>-1,4 %</i> | <i>4,8 %</i>  | <i>-14,6 %</i> | <i>-1,2 %</i> | <i>10,5 %</i> |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich)                         | 1,0           | 1,0           | 8,5           | 8,5           | 8,5            | 8,5           | 8,5           |
| <b>EPS</b>  | <b>-2,39</b>  | <b>-1,20</b>  | <b>-0,09</b>  | <b>0,31</b>   | <b>-0,72</b>   | <b>-0,09</b>  | <b>0,93</b>   |
| EPS adj.  | -2,14         | -1,20         | -0,09         | 0,31          | -0,72          | -0,09         | 0,93          |

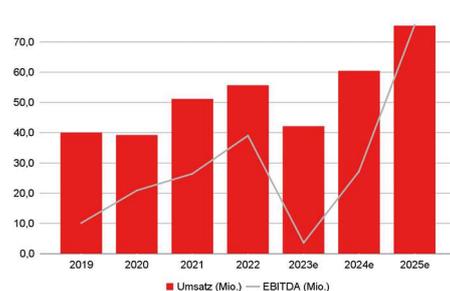
\*Adjustiert um:

**Guidance: Umsatz EUR 42.6 Mio., EBITDA EUR -3,2 Mio.**

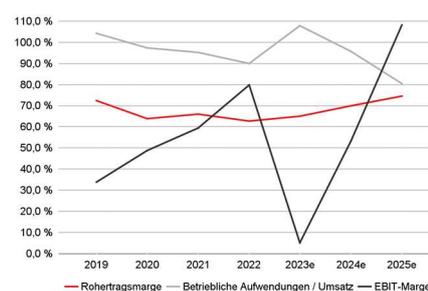
## Kennzahlen

|                                    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023e   | 2024e   | 2025e   |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 104,2 % | 97,3 %  | 95,3 %  | 90,0 %  | 107,9 % | 95,7 %  | 80,4 %  |
| Operating Leverage                 | n.a.    | 36,6 x  | n.a.    | 53,1 x  | n.a.    | -2,2 x  | n.a.    |
| EBITDA / Interest expenses         | n.m.    | 1,2 x   | 6,0 x   | 116,3 x | n.m.    | 5,2 x   | 29,6 x  |
| Steuerquote (EBT)                  | 22,1 %  | 19,0 %  | 377,2 % | 29,9 %  | 0,0 %   | 0,0 %   | 24,0 %  |
| Ausschüttungsquote                 | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   |
| Umsatz je Mitarbeiter              | n.a.    | 201.231 | 259.898 | 320.115 | 235.491 | 328.719 | 403.329 |

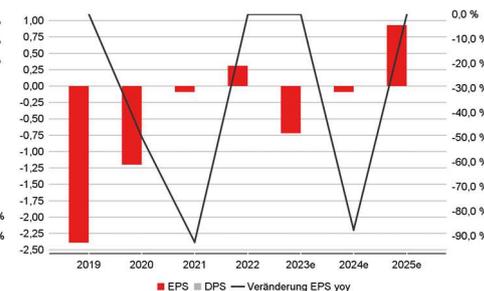
### Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



### Operative Performance in %



### Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

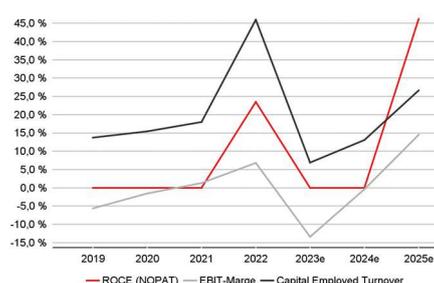
## Bilanz

| In EUR Mio.                                  | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023e       | 2024e       | 2025e       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Aktiva</b>                                |             |             |             |             |             |             |             |
| Immaterielle Vermögensgegenstände            | 15,7        | 14,8        | 14,7        | 16,1        | 22,8        | 27,5        | 26,6        |
| davon übrige imm. VG                         | 6,9         | 5,4         | 3,9         | 5,5         | 5,6         | 4,9         | 3,4         |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sachanlagen                                  | 0,1         | 0,0         | 0,1         | 0,0         | 0,1         | 0,2         | 0,3         |
| Finanzanlagen                                | 0,6         | 0,7         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         |
| Sonstiges langfristiges Vermögen             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Anlagevermögen</b>                        | <b>16,3</b> | <b>15,5</b> | <b>15,5</b> | <b>17,0</b> | <b>23,7</b> | <b>28,5</b> | <b>27,7</b> |
| Vorräte                                      | 4,2         | 2,9         | 4,6         | 3,2         | 2,4         | 3,4         | 4,3         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen   | 1,1         | 1,2         | 2,9         | 2,4         | 1,8         | 2,6         | 3,2         |
| Liquide Mittel                               | 7,4         | 8,1         | 29,8        | 36,3        | 21,0        | 18,8        | 30,3        |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen             | 1,6         | 2,0         | 1,3         | 1,0         | 0,9         | 1,0         | 1,2         |
| <b>Umlaufvermögen</b>                        | <b>14,2</b> | <b>14,2</b> | <b>38,6</b> | <b>42,9</b> | <b>26,0</b> | <b>25,9</b> | <b>39,0</b> |
| <b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>                  | <b>30,6</b> | <b>29,7</b> | <b>54,2</b> | <b>59,8</b> | <b>49,8</b> | <b>54,4</b> | <b>66,7</b> |
| <b>Passiva</b>                               |             |             |             |             |             |             |             |
| Gezeichnetes Kapital                         | 0,0         | 0,0         | 8,5         | 8,5         | 8,5         | 8,5         | 8,5         |
| Kapitalrücklage                              | 6,8         | 6,8         | 36,3        | 34,6        | 34,6        | 34,6        | 34,6        |
| Gewinnrücklagen                              | -2,4        | -3,3        | -4,1        | -1,4        | -7,5        | -8,2        | -0,3        |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten             | 0,3         | 0,0         | 0,8         | 0,4         | 0,5         | 0,5         | 0,5         |
| Buchwert                                     | 4,6         | 3,5         | 41,5        | 42,1        | 36,1        | 35,3        | 43,3        |
| Anteile Dritter                              | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Eigenkapital</b>                          | <b>4,6</b>  | <b>3,5</b>  | <b>41,5</b> | <b>42,1</b> | <b>36,1</b> | <b>35,3</b> | <b>43,3</b> |
| Rückstellungen gesamt                        | 8,1         | 7,1         | 9,0         | 11,5        | 9,0         | 12,4        | 15,1        |
| davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen | 2,1         | 2,3         | 2,4         | 2,7         | 2,0         | 2,9         | 3,6         |
| Finanzverbindlichkeiten (gesamt)             | 13,2        | 14,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen     | 3,1         | 3,3         | 3,0         | 5,4         | 4,1         | 5,8         | 7,3         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                   | 1,5         | 1,9         | 0,7         | 0,8         | 0,6         | 0,9         | 1,1         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                     | <b>25,9</b> | <b>26,3</b> | <b>12,7</b> | <b>17,7</b> | <b>13,7</b> | <b>19,0</b> | <b>23,5</b> |
| <b>Bilanzsumme (Passiva)</b>                 | <b>30,6</b> | <b>29,7</b> | <b>54,2</b> | <b>59,8</b> | <b>49,8</b> | <b>54,4</b> | <b>66,7</b> |

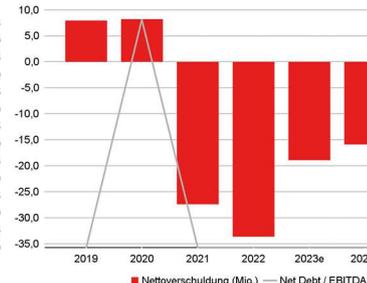
## Kennzahlen

|                                      | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023e   | 2024e   | 2025e   |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Kapitaleffizienz</b>              |         |         |         |         |         |         |         |
| Operating Assets Turnover            | 18,1 x  | 42,1 x  | 11,2 x  | 277,7 x | 184,4 x | 146,6 x | 151,9 x |
| Capital Employed Turnover            | 3,2 x   | 3,4 x   | 3,6 x   | 6,6 x   | 2,5 x   | 3,1 x   | 4,6 x   |
| ROA                                  | -14,6 % | -7,7 %  | -4,7 %  | 15,7 %  | -25,9 % | -2,6 %  | 28,6 %  |
| <b>Kapitalverzinsung</b>             |         |         |         |         |         |         |         |
| ROCE (NOPAT)                         | n.a.    | n.a.    | n.a.    | 23,5 %  | n.a.    | n.a.    | 46,1 %  |
| ROE                                  | -41,0 % | -29,6 % | -3,2 %  | 6,4 %   | -15,7 % | -2,0 %  | 20,2 %  |
| Adj. ROE                             | -36,6 % | -29,6 % | -3,2 %  | 6,4 %   | -15,7 % | -2,0 %  | 20,2 %  |
| <b>Bilanzqualität</b>                |         |         |         |         |         |         |         |
| Nettoverschuldung                    | 7,9     | 8,2     | -27,4   | -33,7   | -18,9   | -15,9   | -26,7   |
| Nettofinanzverschuldung              | 5,8     | 6,0     | -29,8   | -36,3   | -21,0   | -18,8   | -30,3   |
| Net Gearing                          | 171,2 % | 237,5 % | -66,0 % | -80,0 % | -52,5 % | -45,0 % | -61,7 % |
| Net Fin. Debt / EBITDA               | n.a.    | 572,3 % | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.    |
| Buchwert je Aktie                    | 4,6     | 3,5     | 4,9     | 5,0     | 4,2     | 4,2     | 5,1     |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | -11,0   | -11,3   | 3,2     | 3,1     | 1,6     | 0,9     | 2,0     |

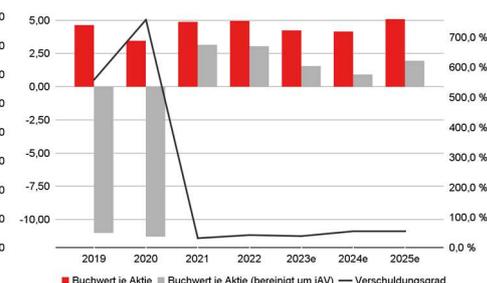
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

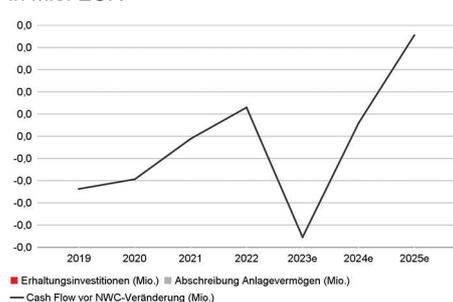
Cash flow

| In EUR Mio.                                      | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023e        | 2024e       | 2025e       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag                    | -2,4        | -1,2        | -0,7        | 2,7         | -6,1         | -0,7        | 7,9         |
| Abschreibung Anlagevermögen                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Amortisation Goodwill                            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände   | 0,6         | 1,7         | 1,7         | 1,8         | 2,3          | 2,8         | 3,9         |
| Veränderung langfristige Rückstellungen          | 0,4         | -1,1        | 1,4         | 1,6         | -0,7         | 0,9         | 0,7         |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | 0,1         | 0,3         | 1,4         | 1,0         | -1,8         | 2,5         | 2,0         |
| <b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>             | <b>-1,3</b> | <b>-0,3</b> | <b>3,9</b>  | <b>7,1</b>  | <b>-6,3</b>  | <b>5,5</b>  | <b>14,5</b> |
| Veränderung Vorräte                              | 3,6         | 1,2         | -3,3        | 2,1         | 0,8          | -1,0        | -0,9        |
| Veränderung Forderungen aus L+L                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,6         | 0,6          | -0,8        | -0,6        |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen     | -2,5        | 0,6         | -0,6        | 2,4         | -1,3         | 1,7         | 1,5         |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten      | 0,0         | 0,1         | 3,5         | -1,1        | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Working Capital (gesamt)             | 1,1         | 1,9         | -0,4        | 3,9         | 0,1          | -0,1        | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>    | <b>-0,2</b> | <b>1,5</b>  | <b>3,4</b>  | <b>11,0</b> | <b>-6,3</b>  | <b>5,4</b>  | <b>14,5</b> |
| Investitionen in iAV                             | -1,0        | -0,7        | -1,7        | -3,2        | -9,0         | -7,5        | -3,0        |
| Investitionen in Sachanlagen                     | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,1        | -0,1         | -0,1        | -0,1        |
| Zugänge aus Akquisitionen                        | -0,3        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Finanzanlageninvestitionen                       | 0,1         | 0,0         | 0,1         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Erlöse aus Anlageabgängen                        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,6         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>   | <b>-1,4</b> | <b>-0,8</b> | <b>-1,8</b> | <b>-2,7</b> | <b>-9,1</b>  | <b>-7,6</b> | <b>-3,1</b> |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten              | 0,0         | 0,0         | -12,3       | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Dividende Vorjahr                                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Erwerb eigener Aktien                            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -1,8        | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Kapitalmaßnahmen                                 | 0,0         | 0,0         | 38,0        | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Sonstiges  | 0,0         | 0,0         | -5,6        | 0,1         | 0,0          | 0,1         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>20,1</b> | <b>-1,7</b> | <b>0,0</b>   | <b>0,1</b>  | <b>0,0</b>  |
| <b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>    | <b>-1,6</b> | <b>0,7</b>  | <b>21,8</b> | <b>6,6</b>  | <b>-15,4</b> | <b>-2,1</b> | <b>11,5</b> |
| Effekte aus Wechselkursänderungen                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Endbestand liquide Mittel                        | 7,4         | 8,1         | 29,8        | 36,3        | 21,0         | 18,8        | 30,3        |

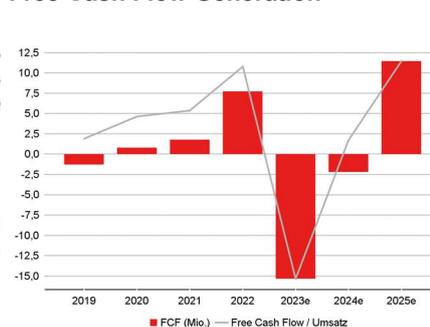
Kennzahlen

|   | 2019    | 2020    | 2021     | 2022    | 2023e   | 2024e   | 2025e   |
|---|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Kapitalfluss</b>                     |         |         |          |         |         |         |         |
| FCF                                     | -1,3    | 0,8     | 1,8      | 7,7     | -15,3   | -2,2    | 11,4    |
| Free Cash Flow / Umsatz                 | -3,2 %  | 2,0 %   | 3,5 %    | 13,9 %  | -36,4 % | -3,6 %  | 15,2 %  |
| Free Cash Flow Potential                | -1,0    | 1,3     | 1,4      | 4,4     | -3,3    | 2,6     | 12,3    |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss       | 53,4 %  | -66,6 % | -244,3 % | 290,2 % | 249,8 % | 301,9 % | 144,4 % |
| Zinserträge / Avg. Cash                 | 0,0 %   | 0,1 %   | 0,0 %    | 0,2 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   |
| Zinsaufwand / Avg. Debt                 | 6,5 %   | 6,4 %   | 5,8 %    | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.    |
| <b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>     |         |         |          |         |         |         |         |
| Investitionsquote                       | 2,6 %   | 1,9 %   | 3,3 %    | 5,9 %   | 21,6 %  | 12,5 %  | 4,1 %   |
| Maint. Capex / Umsatz                   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %    | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   |
| CAPEX / Abschreibungen                  | 183,1 % | 44,6 %  | 95,4 %   | 182,5 % | 390,8 % | 267,1 % | 80,0 %  |
| Avg. Working Capital / Umsatz           | 7,5 %   | 3,9 %   | 5,3 %    | 4,2 %   | 0,3 %   | 0,2 %   | 0,3 %   |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL | 35,0 %  | 37,7 %  | 97,4 %   | 43,9 %  | 43,9 %  | 44,8 %  | 43,8 %  |
| Vorratumschlag                          | 2,6 x   | 4,9 x   | 3,8 x    | 6,6 x   | 6,2 x   | 5,4 x   | 4,5 x   |
| Receivables collection period (Tage)    | 10      | 11      | 21       | 15      | 16      | 16      | 15      |
| Payables payment period (Tage)          | 103     | 84      | 63       | 94      | 101     | 116     | 139     |
| Cash conversion cycle (Tage)            | 45      | 3       | 54       | -23     | -26     | -32     | -42     |

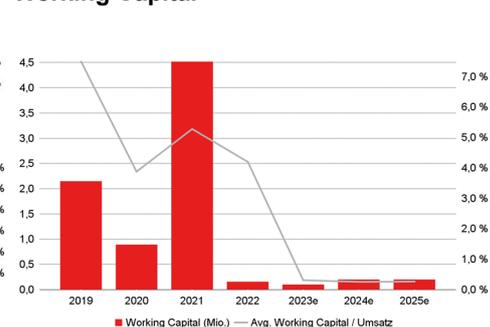
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. Alle Rechte vorbehalten.

**URHEBERRECHTE**

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

**ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565**

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

---

**QUELLEN**

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle **kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen** von FactSet.

Der **Warburg ESG Risk Score** basiert auf Informationen von © 2020 MSCI ESG Research LLC. Mit Genehmigung reproduziert. Obwohl die Informationsanbieter von Warburg Research, einschließlich und ohne Einschränkung MSCI ESG Research LLC und ihre verbundenen Unternehmen (die "ESG-Parteien"), Informationen (die "Informationen") aus Quellen beziehen, die sie für zuverlässig halten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Originalität, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Daten und schließt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen aus, einschließlich derer der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten oder Produktindizes verwendet werden. Ferner darf keine der Informationen an sich dazu verwendet werden, zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden oder wann sie gekauft oder verkauft werden. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Daten oder für direkte, indirekte, konkrete, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit hingewiesen wurde.

---

**Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA**

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.
4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.
5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

**Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:**

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

| Unternehmen    | Disclosure | Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)   |
|----------------|------------|---|
| APONTIS PHARMA | 5          | <a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A3CMGM5.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A3CMGM5.htm</a> |

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

|     |                               |   |
|-----|-------------------------------|---|
| -K- | <b>Kaufen:</b>                | Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.                      |
| -H- | <b>Halten:</b>                | Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt. |
| -V- | <b>Verkaufen:</b>             | Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.                       |
| “-“ | <b>Empfehlung ausgesetzt:</b> | Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.   |

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

| Empfehlung       | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen           | 160                | 75               |
| Halten           | 43                 | 20               |
| Verkaufen        | 7                  | 3                |
| Empf. ausgesetzt | 3                  | 1                |
| <b>Gesamt</b>    | <b>213</b>         | <b>100</b>       |

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...**

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

| Empfehlung       | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen           | 46                 | 88               |
| Halten           | 5                  | 10               |
| Verkaufen        | 0                  | 0                |
| Empf. ausgesetzt | 1                  | 2                |
| <b>Gesamt</b>    | <b>52</b>          | <b>100</b>       |

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [APONTIS PHARMA] AM [10.05.2023]**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

**EQUITIES**

**Matthias Rode** +49 40 3282-2678  
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

**RESEARCH**

**Michael Heider** +49 40 309537-280  
Head of Research mheider@warburg-research.com

**Henner Rüschemeyer** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Stefan Augustin** +49 40 309537-168  
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

**Jan Bauer** +49 40 309537-155  
Renewables jbauer@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

**Dr. Christian Ehmann** +49 40 309537-167  
BioTech, Life Science cehmann@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Marius Fuhrberg** +49 40 309537-185  
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

**Fabio Hölscher** +49 40 309537-240  
Automobiles, Car Suppliers fhoelscher@warburg-research.com

**Philipp Kaiser** +49 40 309537-260  
Real Estate, Construction pkaiser@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Hannes Müller** +49 40 309537-255  
Software, IT hmueller@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Simon Stippig** +49 40 309537-265  
Real Estate, Telco sstippig@warburg-research.com

**Cansu Tatar** +49 40 309537-248  
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

**Robert-Jan van der Horst** +49 40 309537-290  
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
Software, IT awolf@warburg-research.com

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

**Klaus Schilling** +49 69 5050-7400  
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Lea Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

**Maximilian Martin** +49 69 5050-7413  
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

**Christopher Seedorf** +49 40 3282-2695  
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

**Charlotte Wernicke** +49 40 3282-2669  
Roadshow/Marketing cwernicke@mmwarburg.com

**Juliane Niemann** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merckel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Marcel Magiera** +49 40 3282-2662  
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading bqast@mmwarburg.com

**Jan-Philip Schmidt** +49 40 3282-2682  
Sales Trading jschmidt@mmwarburg.com

**Sebastian Schulz** +49 40 3282-2631  
Sales Trading sschulz@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research [research.mmwarburg.com/en/index.html](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg RESP MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

Refinitiv [www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com