

## graceNT

Reuters: OGMG.DE

Bloomberg: OGM:GR

### Brain- & Body-Fitness für 50+

#### Die neue Fitness-Dimension

graceNT – der Firmenname ist eine Kombination aus dem englischen Wort grace („Anmut“) und der Abkürzung NT („New Technologies“) – ist ein Early Stage-Wachstumsunternehmen im Bereich medizinischer Gesundheitsdienstleistungen, das Produkte und Anwendungen im Bereich Fitness und Wellness für die Gruppe der sogenannten Best Ager der Über-45-Jährigen anbietet; Kernstück des graceNT-Produktspektrums ist das sogenannte „Aldavia-Gesundheitszentrum“. Während das Geschäftsmodell ursprünglich vorsah, jährlich sechs bis acht eigene Gesundheitszentren zu errichten, sollen nun externe, von Dritten betriebene Fitnessstudios ausgestattet und zu „Mentalen Hightech-Fitnessstudios“ erweitert werden. Anschließend sollen für diese Fitnessstudios zusätzliche Neukunden gewonnen werden, denen graceNT zusätzliche Dienstleistungen auf eigene Rechnung anbietet. Mittelfristig ist vorgesehen, den ganzheitlichen, „triangulären“ Therapie- und Fitnessansatz aus mentaler und physischer Stärkung sowie Prävention europaweit umzusetzen.

#### Dreistufige Wachstumsstrategie

Die Unternehmensstrategie von graceNT basiert auf drei Säulen: **(1)** der Einwerbung frischen Eigenkapitals, das zur Finanzierung des geplanten Mitarbeiteraufbaus für die Betreuung der von Dritten gemieteten und betriebenen Mental-Gesundheitszentren verwendet werden soll, **(2)** der Erreichung eines eingeschwungenen Zustands, in dem die Ausstattung weiterer Gesundheitszentren aus den freien Cashflows der bestehenden Gesundheitszentren finanziert wird, und **(3)** Lizenzvergabe an Dritte insbesondere in Märkten, die von graceNT nicht direkt bearbeitet werden.

#### Finanzperformance 2016e und Prognose bis 2020e

Obwohl formal im Jahr 2008 gegründet steht graceNT noch in der Frühphase der unternehmerischen Entwicklung. Wir orientieren uns in unserem Modell an den Zielen des Managements, die den Ausstattung von bis zu zwölf Gesundheitszentren pro Jahr vorsehen. Sollte diese Zielsetzung eintreten, würde graceNT im Jahr 2021e nach unseren Prognosen Umsätze von CHF 13,5 Mio. und ein operatives Ergebnis (EBIT) von CHF 2,6 Mio. erwirtschaften. Die hierfür erforderlichen Investitionen summieren sich u. E. auf rund CHF 4 Mio. Sollte es graceNT nicht gelingen, die dafür erforderlichen Mittel über eine Barkapitalerhöhung oder Fremdkapital einzuwerben, würde eine neuerliche, grundsätzliche Überarbeitung unserer Finanzprognosen erforderlich werden.

#### Kursziel EUR 10,10 je Aktie – Buy bei sehr hohem Risiko

Die Anpassung des Geschäftsmodells hat eine fundamentale Neubewertung der Aktie zur Folge. Sollte das vom Vorstand geplante Wachstum eintreten, errechnet sich unter unveränderter Verwendung eines dreistufigen DCF-Entity-Modells, das dem langfristigen Charakter des Geschäftsmodells nach unserer Einschätzung am besten gerecht wird, ein neues Kursziel von EUR 10,10 (alt EUR 60,00) je Aktie. Wir bestätigen unser Buy-Rating für die Aktien der graceNT AG sowie unsere Einschätzung eines mit diesem Engagement verbundenen sehr hohen Risikos.

Rating: Buy Risiko: Sehr hoch

Kurs: EUR 5,00

Kursziel: EUR 10,10 (alt EUR 60,00)

ISIN/WKN: CH0289720754/A14WW0

Indizes: -

Transparenzlevel: Freiverkehr der Börse Düsseldorf

Gewichtete Anzahl Aktien: 435.732

Marktkapitalisierung: EUR 2,2 Mio.

Handelsvolumen/Tag: n/a

Hauptversammlung: voraussichtlich Juni 2018

CHF Mio. (31/12)	2016e	2017e	2018e	2019e
Umsatz	0,2	0,1	1,8	4,4
EBITDA	-0,5	-0,4	0,0	0,5
EBIT	-0,5	-0,5	-0,1	0,3
EBT	-0,4	-0,5	-0,2	0,3
EAT	-0,4	-0,5	-0,2	0,2

% vom Umsatz	2016	2017e	2018e	2019e
EBITDA	-191%	-429%	-2%	12%
EBIT	-199%	-482%	-8%	7%
EBT	-167%	-493%	-9%	6%
EAT	-167%	-493%	-9%	5%

Je Aktie/EUR	2016	2017e	2018e	2019e
EPS	-0,82	-1,02	-0,33	0,45
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,15	0,12	-0,20	0,25
Cashflow	-0,98	-0,86	0,56	2,63

%	2016	2017e	2018e	2019e
EK-Quote	68%	9%	-5%	3%
Gearing	-32%	287%	-513%	84%

x	2016	2017e	2018e	2019e
KGV	n/a	n/a	n/a	11,1
EV/Umsatz	60,6	25,8	1,7	0,6
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	5,1
KBV	26,1	40,5	n/a	20,0

CHF Mio.	2017e	2018e
Guidance: Umsatz	-	-
Guidance: EBIT	-	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	2
Executive Summary.....	3
Business Profile.....	4
Marktausblick.....	6
Unternehmenswert EUR 10,10 je Aktie - Buy.....	7
Fitness fürs Gehirn .....	13
Unternehmensstrategie .....	17
Unternehmensgeschichte und Management .....	18
Börsennotierung und Aktionärsstruktur .....	19
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken.....	21
Demographische Trends unterstützen graceNT .....	24
Der Markt für Fitnessstudios.....	35
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen.....	40
Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e .....	43
Bilanz, 2015-21e.....	44
Bilanz (normalisiert), 2015-21e.....	45
Cashflow-Statement, 2015-21e .....	46
Auf einen Blick I, 2015-21e.....	47
Auf einen Blick II, 2015-21e.....	48
DCF-Modell .....	49

**Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.**

## Executive Summary

### Holistischer Gesundheitsdienstleister auf dem zweiten Gesundheitsmarkt

Die 2008 gegründete graceNT ist ein medizintechnischer Gesundheitsdienstleister im Bereich mentaler Fitness, der im zweiten Gesundheitsmarkt Produkte und Anwendungen im Bereich Fitness und Wellness zur Steigerung und Aufrechterhaltung der mentalen und physischen Leistungsfähigkeit anbietet. Therapie und Fitnesstraining sollen in einem ganzheitlichen, sogenannten „triangulären Trainingskonzept“ aus (1) mentaler und (2) physischer Fitness sowie (3) emotionaler Stabilisierung offeriert werden. Zielgruppe der ausgestatteten Hightech-Gesundheitszentren sind die „Best Ager“ bzw. die Gruppe der Über-45-Jährigen.

### Markteintrittsbarrieren durch zahlreiche Eigenentwicklungen

Für die Umsetzung der Strategie greift graceNT auf verschiedene, innerhalb der Gruppe entwickelte Produkte zurück. Hervorzuheben ist u. E. die sog. Klangwellenliege, in der von speziellen, in den Polstern liegenden Lautsprechern Tieftonfrequenzen von unter 100 Herz über die Zellwandflüssigkeit an die Zellen des Anwenders weitergeleitet werden, um diese zum Schwingen zu bringen. Die Produkte stellen unseres Erachtens eine erhebliche Markteintrittsbarriere dar, die die Ausstattung der „Mentalen Hightech-Fitnessstudios“ von anderen Wettbewerbern aus dem Fitnessbereich wie etwa Mrs. Sporty oder Kieser deutlich differenziert.

### Wert des Eigenkapitals von EUR 10,10 je Aktie – Buy mit sehr hohem Risiko

Die Anpassung des Geschäftsmodells, weg vom Aufbau einer Fitnesskette in Eigenregie, hin zur Vermietung der eigenen Produkte an bestehende Fitnessstudios und die Anwerbung externer Nutzer für diese Fitnessstudios hat eine fundamentale Neubewertung der Aktie zur Folge. Vor dem Hintergrund der Frühphase der Unternehmensentwicklung sehen wir unverändert in einem langfristig ausgelegten dreiphasigen DCF-Entity-Modell die überlegene Bewertungsmethodik. Aus diesem errechnen wir einen neuen Wert des Eigenkapitals im Base-Case-Szenario von EUR 10,10 je Aktie. Wir bestätigen dementsprechend unser Buy-Rating sowie die Einschätzung, dass ein Engagement in der Aktie mit sehr hohen Kursrisiken verbunden ist.

### Kapitalerhöhung zur Finanzierung des geplanten Wachstums

Im Zuge des Listings an der Düsseldorfer Wertpapierbörse war der Börsengang im Frühjahr 2016 nicht mit einer Einwerbung frischen Kapitals verbunden. Es ist daher vorgesehen, das Grundkapital der Gesellschaft durch Ausgabe neuer Aktien im Zuge einer Barkapitalerhöhung bei europäischen Investoren zu erhöhen. Laut dem bereits Mitte 2016 veröffentlichten Wertpapierprospekt sollen bis zu 188.250 Stück Aktien platziert werden. Mit den eingeworbenen Mitteln sollen Sachanlagevermögen und Working Capital für die Finanzierung des zu verleasenden Equipments finanziert werden.

### Attraktives Marktumfeld

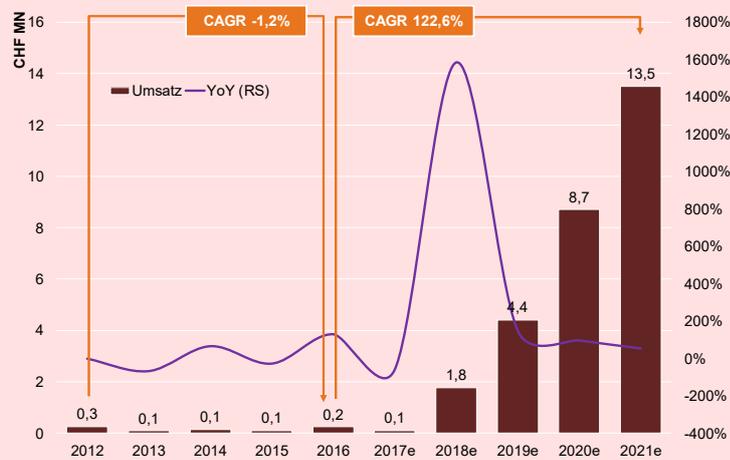
Die demographischen Daten belegen einen zunehmenden Anteil der sogenannten Best Ager, insbesondere in den Industriestaaten. Die Menschen werden jedoch nicht nur immer älter, sondern auch immer aktiver. Auf dem Markt für Fitnessstudios und Gesundheitszentren etablieren sich parallel zu den traditionellen Full-Service-Multifunktionsstudios zunehmend Special-Interest-Anbieter mit spezifischen und anspruchsvolleren Trainingsmethoden, die indes nach unserer Einschätzung bislang kein mit graceNT vergleichbares Konzept entwickelt haben.

### Risiken zur Erreichung unseres Kursziels

Derzeit sehen wir folgende Risiken für die Erreichung unseres Kurszieles: (1) Hohe Bedeutung der Auswahl der Fitnessstudios mit entsprechenden Auswirkungen von Fehlentscheidungen auf die Ertragslage des Unternehmens; (2) geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aufgrund eines langfristigen Auswahlprozesses; (3) abgesehen von hohen Capex grundsätzlich niedrige Markteintrittsbarrieren im limitierten Markt für Fitnessstudios mit langfristigen Auswirkungen auf die Profitabilität; (4) derzeit gibt es nach unserer Einschätzung hohe Herausforderungen bei der Vermittlung des „triangulären Trainingskonzeptes“ an Kunden und mögliche Investoren; (5) Defizite im Social Media-Ansatz des Unternehmens, der u. E. verbesserungsfähig ist bzw. derzeit kaum für eine nachhaltige Kundengewinnung geeignet ist; (6) hohe Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen im Verwaltungsrat.

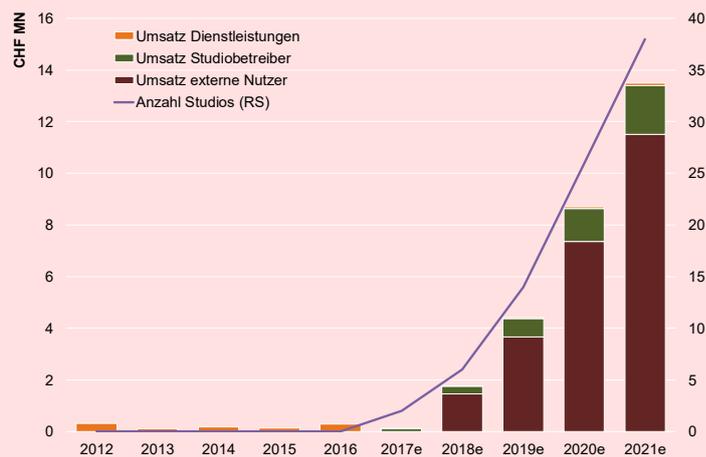
## Business Profile

### UMSATZ, 2012-21E



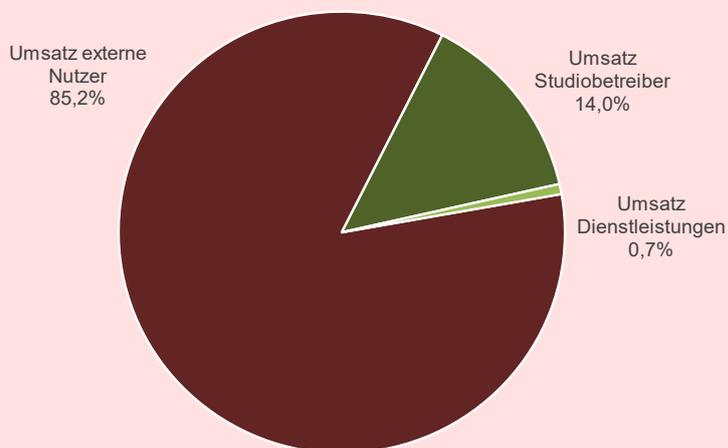
Bei Umsetzung des von uns erwarteten und vom Management bestätigten Eröffnungsplans sollten die Erlöse in den kommenden vier Jahren auf dann CHF 13,5 Mio. ansteigen. Gegenüber dem Jahr 2016, als lediglich geringe Erlöse aus dem Verkauf von Fitness-Hardware erzielt werden konnten, entspricht dies einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von 122,6%.

### UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2012-21E



Im der Schweiz modellieren wir zwei, im Ausland vier bis zehn Ausstattungen von Gesundheitszentren pro Jahr, gleichmäßig verteilt auf die einzelnen Quartale. Bei Einhaltung des von uns erwarteten Umsatzungsplans rechnen wir bis 2021e mit 38 von graceNT entsprechend erweiterten Fitnessstudios.

### UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2021E

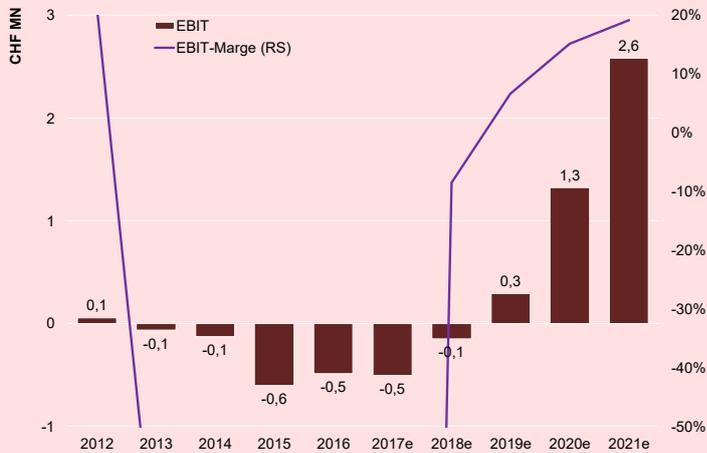


Im Jahr 2020e werden nach unserer Einschätzung 85,2% der Gesamterlöse aus der Vereinnahmung von Mitgliedsbeiträgen externer Nutzer erzielt werden, 14,0% aus der Vermietung von Hardware. Dienstleistungen spielen demgegenüber eine untergeordnete Rolle.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

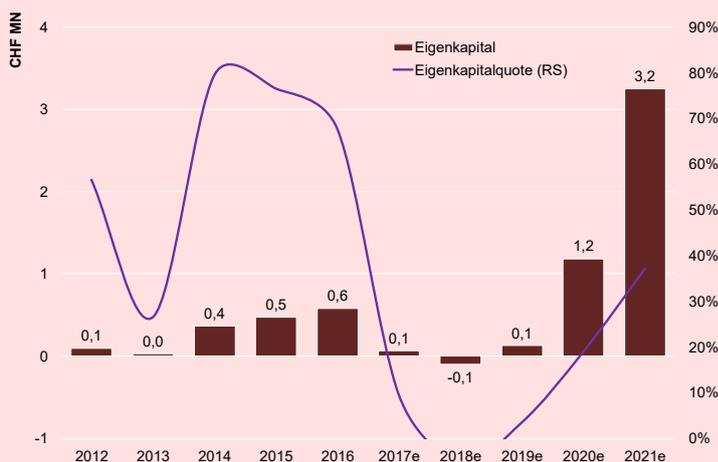
## Business Profile (Forts.)

### EBIT, 2012-21E



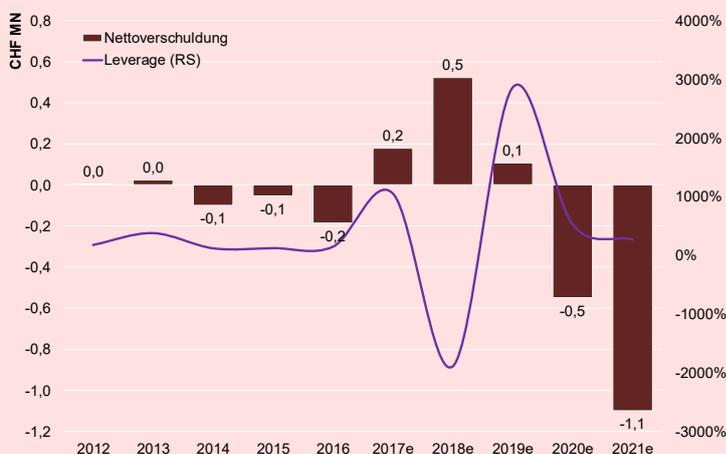
Unseren Schätzungen zufolge wird graceNT im Jahr 2019e die Gewinnzone erreichen. Bis 2021e rechnen wir mit einer sukzessiven Ausweitung der Profitabilität auf bis zu CHF 2,6 Mio. bzw. 19,1% der Umsatzerlöse.

### EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2012-21E



Bedingt durch die auflaufenden Gewinne wird graceNT bei Umsetzung des von uns erwarteten Umsatzes ab dem Jahr 2019e das Eigenkapital deutlich ausweiten können. Bis 2021e rechnen wir mit einer Eigenkapitalquote von 37,1%. Ohne eine Einwerbung frischen Eigenkapitals wird die Gesellschaft jedoch im kommenden Jahr 2018e nach unserer Einschätzung nach einmalig eine negative Eigenkapitalquote aufweisen.

### NETTOVERSCHULDUNG UND LEVERAGE, 2012-21E

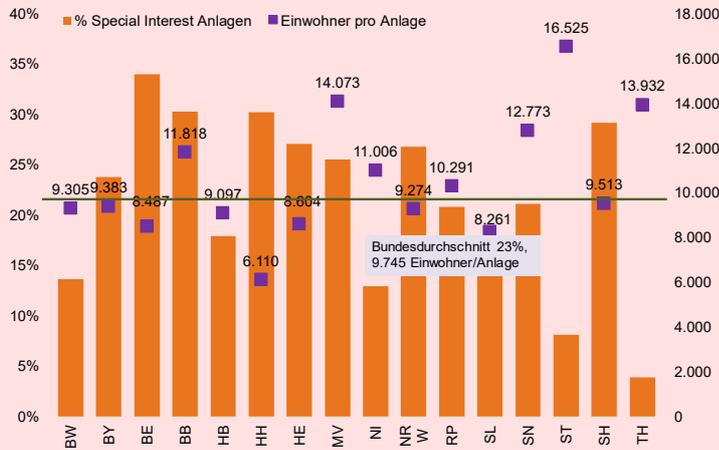


Wir modellieren die Finanzierung des Investitionsprogramms über die Aufnahme von Verbindlichkeiten. Dies führt während der Detailplanungsphase zu einem sukzessiven Aufbau des Leverage.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

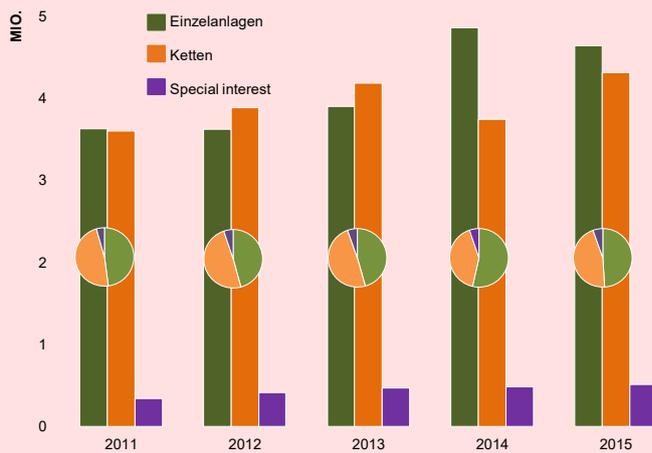
# Marktausblick

## BEDEUTUNG DER SPECIAL INTEREST ANLAGEN NACH BUNDESLÄNDERN



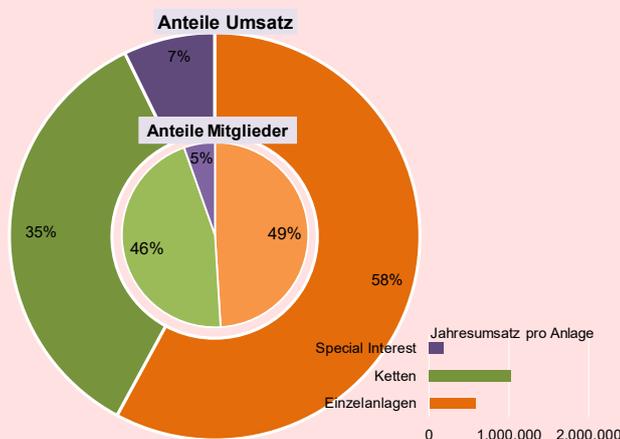
Der Markt für Fitnessstudios ist von einer zunehmenden Polarisierung des Marktes durch eine steigende Anzahl von Discountern einerseits und eine Diversifizierung der Angebote andererseits gekennzeichnet. Dabei etablieren sich parallel zu den traditionellen Full Service-Multifunktionsstudios zunehmend Special-Interest-Anbieter mit spezifischen und anspruchsvolleren Trainingsmethoden.

## ENTWICKLUNG DER MITGLIEDERZAHLEN IN DEUTSCHLAND UND ANTEILE



Das stärkste Mitgliederwachstum verzeichneten in Deutschland in den vergangenen vier Jahren Special Interest-Studios. Seit 2011 stiegen deren Mitgliedszahlen im Jahresdurchschnitt um 10,7% an, die Zahl der Studios erhöhte sich um durchschnittlich 13% (CAGR). Zwar ist der Mitgliederanteil der Special Interest-Einrichtungen gemessen am Gesamtmarkt mit 5,7% noch immer gering, jedoch stellen sie bereits 23% an der Gesamtheit aller Fitnessstudios in Deutschland. Als einzige Gruppe haben Special Interest-Studios ihren Anteil damit in den vergangenen Jahren ausgebaut.

## UMSATZ- UND MITGLIEDER-ANTEILE DEUTSCHE FITNESSSTUDIOS; 2015



Die Analyse der Fitnessketten mit mindestens fünf Betriebsstätten und Trainingsflächen von mehr als 200 qm spiegelt den scharfen Preiswettbewerb wider. Der Mitgliederanteil der Ketten ist in vergangenen Jahren auf knapp 46% gestiegen, doch fließt nur etwa jeder dritte Euro in die Kassen der Mehrfachanbieter von mindestens fünf Betriebsstätten.

QUELLE: DSSV, SPHENE CAPITAL

## Unternehmenswert EUR 10,10 je Aktie - Buy

Angesichts der Frühphase im Unternehmenszyklus bewerten wir den Wert des Eigenkapitals der graceNT AG anhand eines standardisierten dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Modells (Primärmethode), das dem langfristigen Charakter des Geschäftsmodells nach unserer Einschätzung am besten gerecht wird. Daraus errechnet sich ein Kursziel von EUR 10,10 je Aktie. Mit einer von uns auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten erwarteten Kursperformance von 102,0% bestätigen wir das Buy-Rating für die Aktien der graceNT AG.

Von niedriger Basis aus startend wird graceNT im Zeitraum 2017e-21e nach unserer Prognose eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 96,8% erzielen und den Umsatz auf CHF 13,5 Mio. verbessern. Ursächlich für dieses hohe Wachstum ist die sukzessive Vermietung (Leasing) des von graceNT entwickelten Equipments an Fitnessstudios Dritter in verschiedenen Städten Europas und die Anwerbung externer Nutzer für diese Fitnessstudios. Wir gehen ferner davon aus, dass graceNT die angestrebte Profitabilität erreichen bzw. beibehalten wird, so dass das Umsatzwachstum auch mit einem vergleichbaren Anstieg der operativen Erträge verbunden sein sollte. Für die darauffolgenden zehn Jahre, die für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markieren und mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2031e enden, haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Nettoumsätze von 6,4% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,6%, was dem quasi- risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einer Monte Carlo-Simulation haben wir 1.000 alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Insgesamt ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals im Base-Case-Szenario von CHF 4,9 Mio. oder EUR 10,10 je Aktie. Bear- und Base-Case-Szenario ergeben Werte des Eigenkapitals von EUR 8,90 und EUR 13,50 je Aktie.

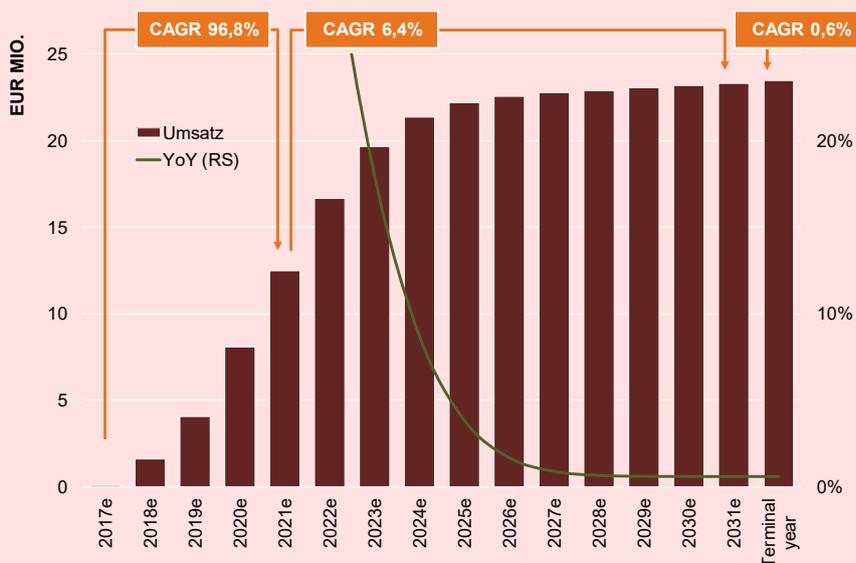
### Unser Hauptbewertungsverfahren für graceNT ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

graceNT ist ein Unternehmen, das in der Frühphase seiner unternehmerischen Entwicklung steht. Gleichzeitig entsteht zukünftiges Wachstum zum überwiegenden Teil aus dem Aufbau eines Bestands an Gesundheitszentren. Die Prognose der Finanzkennzahlen ist demzufolge mit erheblichen Unsicherheiten verbunden.

In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien von graceNT (Primärmethode).

Bis 2021e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2031e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 96,8% bzw. 6,4%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Wachstumsannahmen des DCF-Modells**

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- Ⓢ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten, beginnend auf niedrigem Niveau, durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2017e-21e in Höhe von 96,8%.
- Ⓢ In der anschließenden **Phase 2** (achtjährige Grobplanungsphase), die 2031e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 6,4% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- Ⓢ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in dem Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins 30-jähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

- Ⓢ dass die **EBIT-Margen** während der Grobplanungsphase aufgrund neu aufkommenden Wettbewerbs auf 4,1% (2031e) zurückgehen und in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 5,0% liegen;
- Ⓢ eine ab 2021e deutlich steigende **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, da wir davon ausgehen, dass der sich intensivierende Wettbewerb zu hohen Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen führen wird;
- Ⓢ dass sich der **Grenzsteuersatz** auf etwa 20% einpendeln wird;
- Ⓢ ein Fundamental-**beta** von 1,5, das sich bei der graceNT AG in Ermangelung von aussagekräftigen Börsenkursen aus nachstehenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

**TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA**

Diversifizierungsgrad	0,10
Wettbewerbsintensität	0,10
Reife des Geschäftsmodells	0,10
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,10
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-beta	1,00
<b>Fundamental-beta</b>	<b>1,50</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- Ⓢ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 11,1% pro Jahr, der ein von uns für graceNT abgeleitetes synthetisches Rating von CC zugrunde liegt;
- Ⓢ dass die von graceNT im Jahr 2017e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 9,6% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,5 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) quasi-risikoloser Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 4,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Cap-Aufschlag von 3,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer (aus dem erwarteten Börsenumsatz abgeleiteten) Liquiditätsprämie der Aktie (2,0%) zusammensetzt. Mit einem von uns ermittelten synthetischen Unternehmens-Rating von CC sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 9,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass graceNT eine industrietypische Zielka-

pitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 75,0%25,0% anstrebt;

**TABELLE 2: WACC (2017E)**

<b>Kosten des Eigenkapitals nach CAPM</b>		<b>6,6%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (30-jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,5
Erwartete Risikoprämie (geometrischer Mittelwert)	%	4,0%
<b>Small Cap-Prämie</b>	<b>%</b>	<b>3,0%</b>
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	2,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	75,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>7,2%</b>
<b>Kosten der Verschuldung</b>		<b>9,6%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (30-jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Credit Spread	%	9,0%
Grenzsteuersatz	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	25,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>2,4%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	<b>%</b>	<b>9,6%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

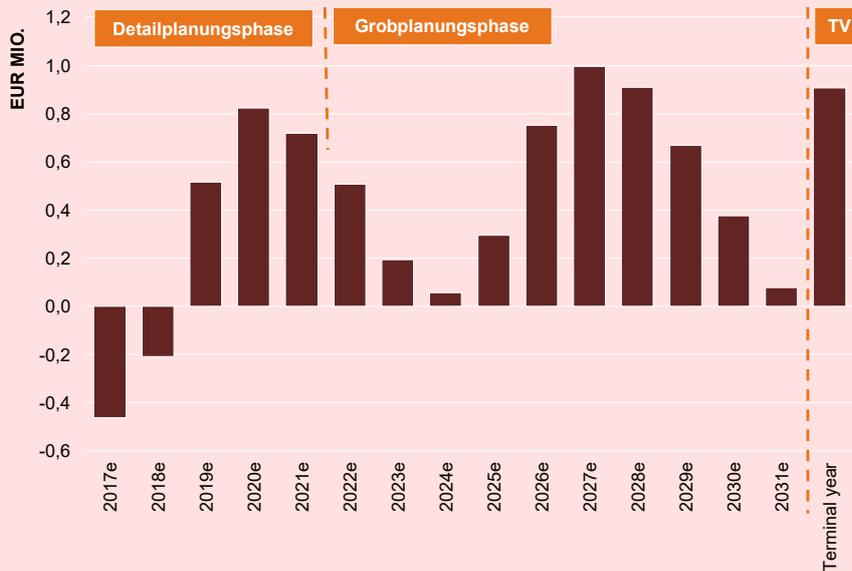
- ⊕ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger); dies betrifft insbesondere die Jahre der Detailplanungsphase, in der wir aufgrund der hohen Investitionen in Sachanlagen erhebliche negative Free Cashflows erwarten.
- ⊕ dass graceNT in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von 9,6% (2017e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

#### **Dynamische Entwicklung der freien Cashflows**

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2017e bis 2031e.

Erkennbar ist, wie die Anfangs- oder Detailplanungsphase von den erheblichen Investitionen in Sachanlagevermögen belastet sein wird, was durchgängig negative Free Cashflows zur Folge haben sollte. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir demgegenüber einen eingeschwungenen Zustand modelliert. Im Terminal Value schließlich modellieren wir aufgrund des dann unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen leichten Rückgang der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes darstellt.

ABBILDUNG 2: FREIE CASHFLOWS TO THE FIRM (FCFF)



Während der Detailplanungsphase der Jahre 2017e bis 2021e haben wir erhebliche Investitionen in das Sachanlagevermögen modelliert, was zumindest zu Beginn der Detailplanungsphase negative Cashflows zur Folge hat. Während der anschließenden Grobplanungsphase gehen wir davon aus, dass die operativen Cashflows die Erweiterungsinvestitionen übersteigen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von CHF 4,9 Mio.**

Der Enterprise Value der graceNT liegt in unserem Modell bei CHF 4,9 Mio. Aus diesem werden etwa 35,9% über den Terminal Value abgeleitet, 18,0% bzw. 46,1% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Angesichts einer derzeit vernachlässigbaren Bruttoverschuldung (bzw. Nettofinanzposition) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von CHF 4,9 Mio. Unterstellen wir einen Wechselkurs EURCHF von rund 1,16 errechnet sich daraus (bei aktuell rund 436.000 Stück Aktien) ein Wert von EUR 10,10 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt einen Unternehmenswert (Enterprise Value) von CHF 4,9 Mio.

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Barwert Terminal Value	CHF Mio.	1,8
in % des Enterprise Value	%	35,9%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	CHF Mio.	0,9
in % des Enterprise Value	%	18,0%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	CHF Mio.	2,3
in % des Enterprise Value	%	46,1%
<b>Enterprise Value</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>4,9</b>
Finanzschulden	CHF Mio.	0,0
Excess Cash	CHF Mio.	0,2
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>5,1</b>
Anzahl Aktien	Mio.	0,4
Wechselkurs	EURCHF	1,16
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>10,10</b>

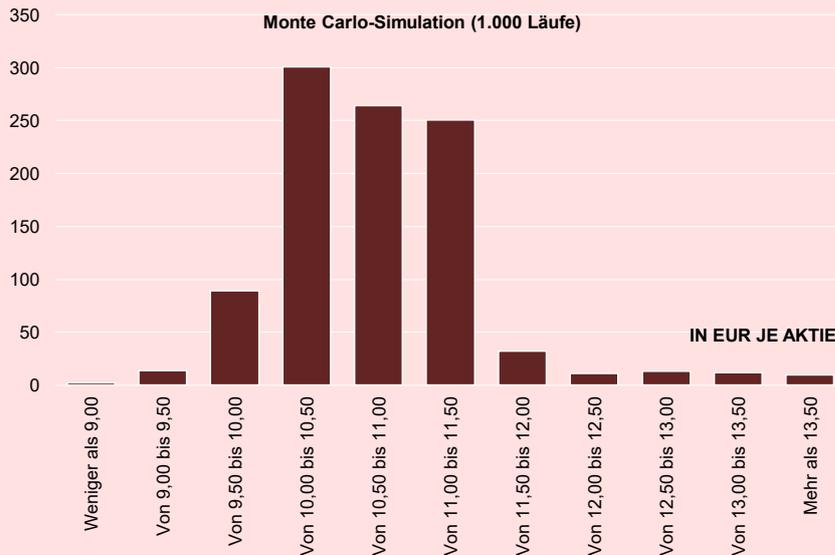
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Erweiterte Monte Carlo-Analyse**

In der nachfolgenden Abbildung 3 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value, noch weiter ausgedehnt und insgesamt rund 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet.

Insgesamt zeigt sich, dass Equity Values von unter CHF 3,9 Mio. bzw. über CHF 5,7 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Je Aktie entsprechen diese Angaben Kurse von EUR 8,90 und EUR 13,50.

**ABBILDUNG 3: ERWEITERTE SZENARIOANALYSE**



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden. Das Ergebnis ist eine linksschiefe (rechtssteile) Verteilung mit einem Modus bei Werten des Eigenkapitals zwischen EUR 10,00 bis EUR 10,50 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung**

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 10,10 je Aktie wäre graceNT mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN**

X	Bewertung bei Erreichen des Kursziels von EUR 10,10			
	2017e	2018e	2019e	2020e
KGV	n/a	n/a	22,4x	4,8x
EV/Umsatz	50,3x	3,2x	1,2x	0,5x
EV/EBITDA	n/a	n/a	10,1x	2,8x
KBV	81,9x	n/a	40,4x	4,3x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Katalysatoren für die Kursentwicklung**

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von graceNT sehen wir **(1)** Meldungen über erste Erfolge in der Akquisition von Fitnessstudios als Abnehmer des graceNT-Equipments; **(2)** Aussagen über die laufende Ertragsentwicklung, insbesondere über mögliche Ergebniseffekte aus der Etablierung erster Gesundheitszentren und **(3)** Aussagen über die Finanzierung der geplanten Expansion, etwa im Zuge einer Kapitalmaßnahme oder durch die Aufnahme von Fremdkapital.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

## **Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes**

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** Hohe Bedeutung der Auswahl der Fitnessstudios mit entsprechenden Auswirkungen von Fehlinvestitionen auf die Ertragslage; **(2)** geringe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aufgrund eines langfristigen Auswahlprozesses; **(3)** abgesehen von hohen Capex grundsätzlich niedrige Markteintrittsbarrieren in einem limitierten Markt; **(4)** derzeit gibt es nach unserer Einschätzung hohe Herausforderungen bei der Vermittlung des „triangulären Trainingskonzeptes“ an Kunden und mögliche Investoren; **(5)** der Social Media-Ansatz des Unternehmens ist derzeit verbesserungsfähig und kaum für eine nachhaltige Kundengewinnung geeignet; **(6)** hohe Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen im Verwaltungsrat.

## Fitness fürs Gehirn

**Die Schweizer graceNT ist ein medizinischer Gesundheitsdienstleister, der im zweiten Gesundheitsmarkt Produkte und Anwendungen im Bereich Fitness und Wellness zur Steigerung der mentalen und physischen Leistungsfähigkeit für die Gruppe der sogenannten Best Ager der Über-45-Jährigen anbietet. In den kommenden Jahren sollen Therapie und Fitnesstraining nach einem ganzheitlichen Ansatz aus mentaler und physischer Stärkung sowie Prävention durch die Ausstattung unabhängiger, d. h. von Dritten betriebenen Fitnessstudios mit den von graceNT entwickelten Produkten und Lösungen angeboten werden.**

### Ganzheitlicher Gesundheitsdienstleister auf dem zweiten Gesundheitsmarkt

Die 2008 (formal) gegründete graceNT – der Firmennamenname ist eine Kombination aus dem englischen Wort grace („Anmut“) und der Abkürzung NT („New Technologies“) – mit Sitz im Schweizer Rotkreuz ist ein medizintechnischer Gesundheitsdienstleister. Der graceNT-Ansatz basiert auf dem sogenannten „triangulären Trainingskonzept“, einem von graceNT entwickelten, holistischen Ansatz, mit dem **(1)** mentale und **(2)** physische Fitness sowie **(3)** emotionale Stabilität der Endkunden, vornehmlich sogenannte Best Ager der Über-45-Jährigen, verbessert werden sollen. Die von graceNT vertriebene Marke heißt Aldavia.

Mit diesem in Europa nach u. E. bislang einzigartigen Geschäftsmodell ist graceNT erster Ansprechpartner für Menschen, die gesund älter werden wollen. Fokus der Geschäftstätigkeit ist der sogenannte "Zweite Gesundheitsmarkt", der sich im Gegensatz zum über Krankenkassen finanzierten ersten Gesundheitsmarkt über alle privat finanzierten Produkte, Dienstleistungen und Gesundheitskonzepte definiert, insbesondere also alle frei verkäuflichen Arzneimittel und Gesundheitsleistungen und Anwendungen im Bereich Fitness und Wellness sowie des Gesundheitstourismus.

### Kerngeschäft ist die Ausstattung von Fitnessstudios

Basierend auf klinisch-medizinisch zertifizierten Produkten ist geplant, in den kommenden Jahren externe, von Dritten betriebene Fitnessstudios mit den von graceNT (bzw. deren Beteiligungsgesellschaften) entwickelten Produkten und Lösungen auszustatten und diese zu „Mentalen Fitnessstudios“ zu erweitern. Anschließend sollen für diese Fitnessstudios zusätzliche Neukunden gewonnen werden, denen graceNT zusätzliche Dienstleistungen auf eigene Rechnung anbietet.

Zu den von graceNT entwickelten Produkten und Dienstleistungen zählen:

- Ⓢ Die **viaWave Klangwellenliege**, eine patentierte, Corbusier-artige Liege, in der spezielle, in den Polstern liegende Lautsprecher Tieftonfrequenzen von unter 100 Herz über die Zellwandflüssigkeit an die Zellen des Anwenders weiterleiten, welche dadurch zum Schwingen gebracht werden. Die körperlichen Wirkungen sind eine erhöhte Durchblutung im Bindegewebe und eine anhaltende Entspannung der Muskulatur, des Bindegewebes, der Sehnen, Bänder und Faszien. Bei der Anwendung besteht die Wahl zwischen sechs Programmen („Entspannung“, „Vitalisierung“, „Entlastung der Beine“, „Entlastung des Unterbauchs und der Lendenwirbelsäule“, „Entlastung von Nacken und Brust“ sowie „Happy Day“) mit unterschiedlichen Aktivierungsschwerpunkten und Wirkungen von jeweils 22-minütiger Dauer.
- Ⓢ Auch bei der **viaWave Klangwellenmatte** werden körpereigene Zellen mit Hilfe von Tieftönen in Schwingungen versetzt, allerdings liegt der Anwender dabei auf einer leicht transportierbaren Matratze. Klangwellenliege und -matte werden insbesondere bei chronischen Rückenbeschwerden, bei psychosomatischen Störungen, zur Stabilisierung des Herz-Kreislaufsystems oder bei chronischem Müdigkeitssyndrom eingesetzt. In Zukunft soll die viaWave Klangwelle für die Liege und Matte durch körpereigene Signale (wie Gehirnfrequenz, Herzfrequenz oder Atmung) erzeugt werden.
- Ⓢ **viaMotion**: Ein Gerät zum Training von Stabilität und Balance zur Unterstützung der intramuskulären Koordination, zur Stärkung spezifischer Körperteile sowie zu der Verbesserung der Knochendichte und der Neuro-Sensorik.
- Ⓢ **Vikar**: Ein Gerät für das gezielte Atemtraining, vor allem bei einer chronisch-obstruktiven Atemwegserkrankung (COPD), bei Konditionsverlust, Atmungs-

Das Geschäftsmodell ist bislang auf deutsche Großstädte ausgerichtet. Mittelfristig kann sich das Management nach eigenen Aussagen auch eine Übertragung des Geschäftsmodells auf andere Länder vorstellen.

„Die Klangwellenliege führt zu einer Tiefenentspannung und Vitalisierung, die in dieser Form neu ist. Die Wellen fördern die Bereitschaft, harmonisierende Einflüsse auf den Körper sowie die Psyche einwirken zu lassen und mit dem Körper zu hören.“

Dr. Carl Heinz Ullrich, Facharzt für Orthopädie und Sportmedizin

schwäche, Atemnot, Kurzatmigkeit, Schnarchen und Schlafapnoe.

- Ⓢ **viaSnore:** Ein patentiertes „Anti-Schnarch-System“ gegen lagebedingtes Schnarchen, eine der wesentlichen Ursachen von primärem bzw. reinem Schnarchen, wobei der Kopf so lange leicht verlagert wird, bis eine Position erreicht wird, bei der das Schnarchen aufhört oder zumindest deutlich reduziert wird.
- Ⓢ **viaSleep:** Ein Schlaf-Analysator mit Auswertungs-Software für die Heimanwendung zum Einsatz bei Schlafstörungen, Tagesmüdigkeit, verminderter Leistungsfähigkeit, depressiver Verstimmung, Reizbarkeit und chronischen Kopfschmerzen.
- Ⓢ **viaSona:** Ein klangbasiertes Gehirntaining zur Unterstützung bei depressiven Verstimmungen, dem Abbau von Folgen eines Burnouts und Stress, zur Steigerung der Gedächtnisleistung, zur Unterstützung bei Schlafstörungen und Schmerzen, zur Stärkung des Immunsystems sowie zur Regulierung von Bluthochdruck.
- Ⓢ **viaSile:** Ein Gerät zur transkraniellen (transkraniell in etwa „durch den Schädel“) Magnetstimulation, welches durch magnetische Reize die Aktivität der Nervenzellen beeinflusst, so dass eine allgemeine Wiedererlangung von Wohlbefinden, Konzentration, Denkfähigkeit und Aufmerksamkeit erreicht werden kann.
- Ⓢ **viaVita:** Ein Messgerät zum Aufdecken des Arteriosklerose-Risikos, zur Beobachtung der Blutdruckwerte und der Ursachen für einen erhöhten Blutdruck sowie zur frühzeitigen Erkennung von Herzrhythmusstörungen und zur Aufzeichnung des Therapiefortschritts. Ergänzend wird über die Analyse der Herzratenvariabilität die physische und psychische Leistungsfähigkeit ermittelt.

Die Produkte stellen unseres Erachtens eine erhebliche Markteintrittsbarriere dar, die die Ausstattung der „Mentalen Hightech-Fitnessstudios“ von klassische Fitnessstudios deutlich differenziert.

**ABBILDUNG 4: ÜBERSICHT ÜBER DIE GRACENT-PRODUKTPALETTE**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Das Aldavia-Gesundheitszentrum**

Kernstück des graceNT-Geschäftsmodells ist das sogenannte „Aldavia-Gesundheitszentrum“, das in bestehende Fitnessstudios integriert werden soll, um deren Produktpalette signifikant zu erweitern. In diesem Hightech-Studio werden Therapie und Fitnessstraining nach einem ganzheitlichen Ansatz aus mentaler und phy-

Strategisches Unternehmensziel ist der Aufbau einer Kette von Gesundheitszentren, die in bestehende Fitnessstudios integriert werden.

sischer Stärkung sowie Prävention zusammengefasst, um eine nachhaltig positive Gesundheitswirkung zu erzielen. In einem Aldavia-Gesundheitszentrum finden sich typischerweise folgende Bereiche:

- ⑤ **Brain-Center**, das Kernstück des Gesundheitszentrums: Hier werden Entspannungsübungen für „Leib und Seele“ durchgeführt ebenso wie Meditations- trainings. Die Aktivierung des Gehirns und ein Gehirntraining unterstützen unmittelbar eine Verringerung des Stressniveaus. Die gesundheitlichen Wirkungen sind insbesondere eine Burnout- und Demenzprävention, aber auch die Unterstützung von Depressions- und Tinnitusbehandlungen. Im Brain-Center kommen insbesondere die viaWave Klangwellenliege, die Vibro Acoustic- und Neuro Audio- Therapie zum Einsatz.
- ⑤ Im **Body-Center** erfolgen die Vorsorge und Behandlung von Schmerzen im Bewegungsapparat, insbesondere von Rückenschmerzen und Muskelver- spannungen, sowie verschiedene Reha-Maßnahmen, eine Unterstützung der Mobilität und eine Sturz- und Frakturen-Prävention. Die Trainings- und Be- handlungseinheiten erfolgen auf den eigenentwickelten Mobilitäts-, Rehabilita- tions- und Gymnastikgeräten. Dabei werden die Trainingspläne beispielsweise nach Verletzungen oder bei altersbedingten Beschwerden gezielt auf eine Stärkung der Muskulatur sowie eine Mobilisierung und Aktivierung der Funkti- onalität im Alltag abgestimmt. Bei älteren Menschen zählen dazu unter ande- rem auch Treppensteigen, das Aufstehen aus der Sitzposition oder das Sich- Auffangen beim Stolpern. Darüber hinaus kommt in diesem Bereich der soge- nannte SpiroTiger zum Einsatz, ein gezieltes Atemtrainingsgerät, das auch für Hochleistungs- und Freizeitsportler geeignet ist.
- ⑤ Im **Schlaf-Center** werden Schlaf-Coaching, Anti-Schnarch-Tests und Power Napping-Trainingsübungen durchgeführt.
- ⑤ Im **Analyse-Center** erhält der Kunde seine Testergebnisse vorgestellt, zudem erfolgen Herz-Kreislauf- und Bio-Impedanz-Analysen, Bodystabilitätstests so- wie eine basische Entgiftung.

ABBILDUNG 5: SCHEMATISCHER ÜBERBLICK ÜBER EIN TYPISCHES ALDAVIA-GESUNDHEITZENTRUM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Angestrebt wird eine Kombination aus direktem und indirektem Vertrieb**

Diese und andere medizintechnische Produkte und Geräte werden sowohl direkt über eigene Vertriebsmitarbeiter als auch indirekt über den Großhandel bzw. andere Wiederverkäufer vermarktet. Den Schwerpunkt der Vertriebsaktivitäten setzt graceNT derzeit neben den Aldavia-Gesundheitszentren auf die regelmäßige Präsenz auf (inter)nationalen Fachmessen und den Verkauf über eigene Internet-

Shops (wie variobeat.com, aldavia.com und health365.me).

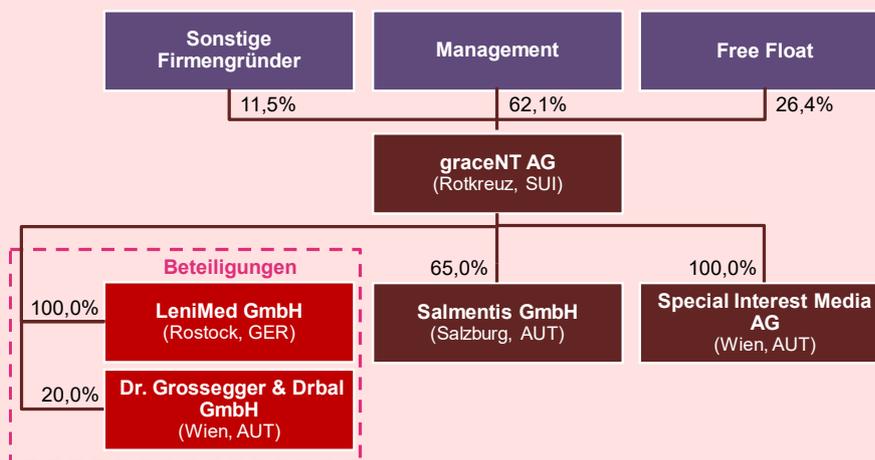
## Kunden von graceNT

Mit einem Fokus auf personalisierte Medizintechnik, maßgeblich für den sogenannten "Zweiten Gesundheitsmarkt", der privat finanzierten Gesundheitsvorsorge, setzen sich die primären Zielgruppen des Unternehmens zusammen aus

- ⑤ **B2B-Kunden** wie Seniorenresidenzen, (Wellness-)Hotels, Firmen und Büros sowie Einrichtungen für betreutes Wohnen, die eigene Fitnessstudios betreiben und diese mit den von graceNT angebotenen Produkten und Dienstleistungen erweitern wollen;
- ⑤ **B2C-Kunden**, insbesondere den älter werdenden Menschen, die eigenverantwortlich Gesundheitsvorsorge betreiben wollen, die als „externe Kunden“ in den von Dritten betriebenen Fitnessstudios trainieren;
- ⑤ **Franchisenehmern**, wie Ärzte, Therapeuten und Gesundheitsexperten, die in Eigenregie ein graceNT-Gesundheitszentrum betreiben wollen.

Die Produktentwicklungen von graceNT zielen auf internationale Märkte. Ungeachtet dessen ist die Gesellschaft derzeit nur in den Kernmärkten des deutschsprachigen Raums präsent.

ABBILDUNG 6: ORGANIGRAMM GRACENT



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Beteiligungsportefeuille von graceNT

Seit der Unternehmensgründung hat graceNT eine Reihe von Zulieferern medizinischer Geräte übernommen und erfolgreich im Unternehmen integriert. Dabei behalten die Gesellschaften stets ihre unternehmerische Unabhängigkeit. Gegenwärtig hat graceNT Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen an nachfolgenden Gesellschaften:

- ⑤ **Salmentis GmbH (65%)**: Das österreichische Unternehmen ist Entwickler und Hersteller der via-Produktlinie, vor allem der Klangwellenliege und -matte, sowie der viaSnore, viaWave und viaSona Produkte.
- ⑤ **Special Interest Media AG (100%)**: In Liquidation befand sich die SPIM AG, die seit der Übernahme durch graceNT im August 2015 sämtliche digitalen und mobilen Anwendungen koordiniert, entwickelt und organisiert.
- ⑤ **LeniMed GmbH (100,0%)**: Das Rostocker Start-Up-Unternehmen hat ein „Anti-Schnarch-System“ entwickelt, das durch eine computergesteuerte Kopfunterlage den Kopf so lange leicht verlagert, bis das Schnarchen aufhört oder reduziert wird. Die LeniMed GmbH (bzw. deren Assets) wurde im Dezember 2014 im Rahmen eines Insolvenzverfahrens übernommen.
- ⑤ **Dr. Grossegger & Drbal GmbH (20,0%)**: An dem österreichischen Unternehmen ist graceNT mit 20,0% der Anteile Minderheitsgesellschafter. Das

Produktspektrum umfasst stationäre und mobile Hard- und Software-EEG-Lösungen für neurophysiologische Labore (z. B. Epilepsie- und Demenzdiagnose) sowie Lösungen für Schlafstörungen. graceNT hat eine Option auf Erhöhung des Anteilsbesitzes an der Gesellschaft auf 30,0% bzw. mittelfristig auf 50,1%.

#### **Alleinstellungsmerkmale von graceNT**

Wesentliches Alleinstellungsmerkmal von graceNT ist nach unserer Einschätzung der ganzheitliche Gesundheitsansatz, der mit der Verbindung von klinisch-medizinisch zertifizierten Produkten und Gesundheitszentren umgesetzt wird. In hochtechnischen Gesundheitszentren bzw. Gesundheitsstudios werden unter eigenen Intellectual Property (IP) sowohl die physische als auch – nach unserer Sicht ein weitgehendes Novum – die mentale Gesundheit und Stärke unmittelbar beeinflusst. Sie folgen der Erkenntnis, dass nachhaltige Gesundheit und Wohlbefinden einem komplexen Zusammenspiel von physischen und psychischen Faktoren folgen.

Gleichzeitig sehen wir in diesem Ansatz eine hohe gesellschaftliche Relevanz. So waren im vergangenen Jahr mehr als die Hälfte aller deutschen Arbeitsunfähigkeitstage auf Erkrankungen des Muskel-Skelett-Systems, des Atmungssystems und psychische Erkrankungen zurückzuführen. Als alarmierend wertet beispielsweise die DAK den starken Anstieg der psychischen Erkrankungsfälle. Während 1997 auf hundert weibliche bzw. männliche Versicherte noch 94 bzw. 62 Fehltage kamen, waren es 2014 bereits 303 Tage bzw. 181 Tage bei Frauen bzw. Männern. Dabei ist die Bevölkerung nicht grundsätzlich psychisch kränker geworden. Vielmehr beobachten Psychologen eine Verlagerung von Störungen. Schmerzen, Kreislauf- oder Atmungsprobleme, Allergien, Probleme im Rücken oder anderen Körperteilen können Symptome von somatoformen Störungen, mithin psychischer Erkrankungen sein. Schätzungen zufolge leiden bis zu einem Drittel der Patienten, die aufgrund diffuser Beschwerden oder Schmerzen einen Hausarzt aufsuchen, unter einer somatoformen Störung. Zusammen mit Depressionen zählen somatoforme Störungen in Deutschland zu den häufigsten psychischen Erkrankungen, wobei Frauen etwa doppelt so häufig betroffen sind wie Männer.

#### **Zusammenarbeit mit der Sigmund Freud-Privatuniversität in Wien**

Anfang Dezember 2016 wurde die Zusammenarbeit von graceNT mit der renommierten Wiener Sigmund-Freud-Privatuniversität (SFU) bekannt gegeben. Die SFU ist eine humanwissenschaftliche Universität, die sich neben der Humanmedizin insbesondere auf Psychotherapiewissenschaften fokussiert; zum Beispiel wird an der SFU das weltweit erste Vollstudium der Psychotherapiewissenschaft angeboten. graceNT wird auf dem Wiener Campus ein Aldavia-Gesundheitszentrum eröffnen.

## Unternehmensstrategie

**Die Unternehmensstrategie von graceNT basiert auf drei Säulen: (1) der Einwerbung frischen Eigenkapitals, das zur Finanzierung des geplanten Mitarbeiteraufbaus für die Betreuung der von Dritten gemieteten und betriebenen Mental-Gesundheitszentren verwendet werden soll, (2) der Erreichung eines eingeschwungenen Zustands, in dem die Ausstattung weiterer Gesundheitszentren aus den freien Cashflows der bestehenden Gesundheitszentren finanziert wird, und (3) Lizenzvergabe an Dritte insbesondere in Märkten, die von graceNT nicht direkt bearbeitet werden.**

#### **Einwerbung frischen Eigenkapitals**

Strategisches Primärziel des Unternehmens ist es, ein Unternehmen mit einem jährlichen Umsatzvolumen von EUR 10-15 Mio. aufzubauen. Angesichts einer von uns geschätzten jährlichen Run-Rate von vier bis zwölf Eröffnungen von Gesundheitszentren mit Jahresumsätzen von jeweils rund EUR 0,3 Mio. dürfte dieses Ziel nach unserer Einschätzung in vier bis fünf Jahren erreicht werden. Das für die Finanzierung der zu vermietenden Geräte erforderliche Startkapital soll durch die Einwerbung frischen Kapitals im Rahmen einer Barkapitalerhöhung sichergestellt

**Erstens:** Einwerbung frischen Kapitals

werden.

**Erreichung eines eingeschwungenen Zustands**

Sofern es gelingt, das externe Wachstum durch die Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital zu beschleunigen, sollte nach unserer Einschätzung in vier bis fünf Jahren ein Zustand erreicht werden, in dem die Ausstattung weiterer Gesundheitszentren nicht mehr über externe Mittel finanziert werden muss, sondern über den Cashflow der bestehenden Gesundheitszentren sowie durch den Verkauf damit verbundener Produkte.

**Zweitens:** Erreichung eines eingeschwungenen Zustands, in dem weitere Gesundheitszentren durch die freien Cashflows der bestehenden Gesundheitszentren finanziert werden können

**Lizenzvergabe an Dritte**

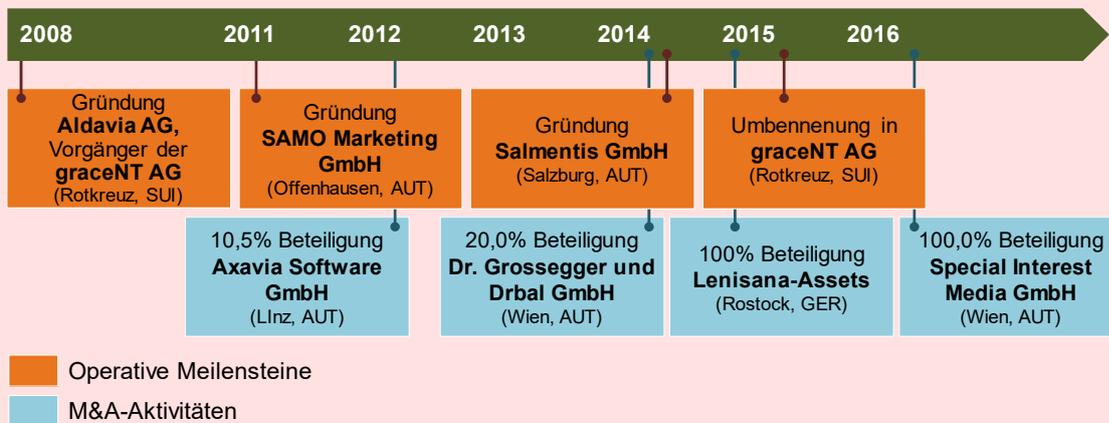
Neben dem Verkauf von Fitnessgeräten und der Akquisition externer Nutzer für diese Fitnessstudios ist vorgesehen, Lizenzen an Dritte zu vergeben, über die die Marktdurchdringung insbesondere in Drittländern weiter gesteigert werden soll, sofern diese von graceNT nicht direkt bearbeitet werden. Etwaige aus diesem Geschäftsfeld zu realisierende Erlöse sind aktuell nicht in unserer Finanzprognose miteinbezogen.

**Drittens:** Lizenzvergabe an Dritte

## Unternehmensgeschichte und Management

Die graceNT AG wurde formal im Jahr 2008 als Aldavia AG gegründet. Nach mehreren Kapitalerhöhungen und Übernahmen erfolgte 2016 der Börsengang an der Börse Düsseldorf. Mittelfristig will graceNT eine führende Marktstellung bei Health-Care-Gesundheitszentren im deutschsprachigen Raum einnehmen.

ABBILDUNG 7: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Überblick über die Unternehmensgeschichte**

Gegründet wurde die Gesellschaft im Jahr 2008 von Werner Arrich und Alfred Wegerer als Aldavia AG im Schweizer Rotkreuz. Nach diversen Übernahmen im Health Care-Bereich wurde die Gesellschaft Anfang 2015 in graceNT umfirmiert. Anfang des Jahres 2016 erfolgte der Börsengang an der Börse Düsseldorf. Zur weiteren Unternehmensexpansion soll eine Kapitalerhöhung durchgeführt werden. Mit den eingeworbenen Mitteln sollen der Aufbau der Gesellschaft und weitere Übernahmen finanziert werden.

Derzeit beträgt das Grundkapital der Gesellschaft CHF 0,453 Mio.

**graceNT ist ein gründergeführtes Unternehmen. Derzeit setzt sich das Management aus zwei exekutiven Verwaltungsräten und einem vierköpfigen nicht-exekutiven Verwaltungsrat zusammen.**

**Schlanke Holding**

Inklusive dem (operativ tätigen) Verwaltungsrat beschäftigt graceNT auf Holdingebene derzeit vier Mitarbeiter – gezählt auf Basis von FTEs (Full Time Equivalents). graceNT legt Wert darauf, eine schlanke und gleichzeitig kostenbewusste Organisation aufgebaut zu haben.

Das Management von graceNT kann auf zahlreiche Unternehmensgründungen und einen starken Track Record in der Abwicklung von Trade Sales verweisen.

**Verwaltungsrat mit langjähriger Managementenerfahrung**

graceNT ist eine Schweizer Aktiengesellschaft mit den Organen Verwaltungsrat, Direktoren und Generalversammlung. Der Verwaltungsrat arbeitet und entscheidet als Gesamtorgan. Ihm obliegt die Leitung der Gesellschaft und die Vertretung der Gesellschaft nach außen.

Die Gründer des Unternehmens haben jahrelange Erfahrung in der Gründung, der Positionierung und dem Verkauf von Unternehmen. Zugleich zeichnet sich der Verwaltungsrat nach unserer Einschätzung durch seine Hands-On-Arbeitsweise aus. Zwar weist das Management nach unserer Einschätzung durchaus Kapitalmarkterfahrung (beispielsweise aus zwei Börsengängen) auf, muss sich jedoch die Kontakte zu Retail-Anlegern erst erarbeiten.

Gegründet wurde das Unternehmen zum einen von **Alfred Wegerer**, einem Serial Entrepreneur, dem zuvor mehrere erfolgreiche Unternehmensverkäufe gelungen sind. Der Ingenieur der Elektronik gründete 1997 die CADISON Software GmbH, deren Muttergesellschaft Triplan AG er 2001 an den Neuen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse begleitete. Gemeinsam mit dem zweiten Mitglied des Verwaltungsrates, Herrn Werner Arrich, koordiniert Herr Alfred Wegerer als Präsident des Verwaltungsrates die Unternehmens- und Finanzierungsstrategie und leitet das operative Geschäft.

Neben Alfred Wegerer ist **Werner Arrich** einer der Gründer des Unternehmens, der als Verwaltungsrat ebenfalls in operativer Verantwortung steht. Zuvor hat Werner Arrich gemeinsam mit Alfred Wegerer 1997 die CADISON Software GmbH gegründet und 2001 als Triplan AG an die Börse begleitet.

Nicht im Verwaltungsrat, jedoch in leitender Funktion, sind die Gründer **Paul Hacker**, ein Big Data- und Cloud Management-Experte, und **Dr. Heiko Visarius**, ein Experte für Medizintechnik. Zum wissenschaftlichen Beirat zählen **Dr. Andrea Braga**, Facharzt für Chirurgie, Arzt für Allgemeinmedizin, Schmerztherapeut und Akupunkteur, und **Dr. Dieter Grossegger**, der sich seit 30 Jahren auf Neurophysiologie spezialisiert hat.

## Börsennotierung und Aktionärsstruktur

**Aktuell besteht das Grundkapital der Gesellschaft aus 435.065 Stück Aktien. Die Hauptaktionäre der Gesellschaft sind nach wie vor die Unternehmensgründer, die auch als Verwaltungsräte oder Direktoren operativ für die Gesellschaft tätig sind. Derzeit liegt der Free Float der Gesellschaft bei 26,4%.**

**Notierung im Freiverkehr der Wertpapierbörse Düsseldorf**

Die Aktien der graceNT AG sind seit 28. April 2016 im unregulierten Freiverkehr der Börse Düsseldorf notiert. Dieses Börsensegment des Freiverkehrs verpflichtet die Emittenten,

Skontrofführer im Freiverkehr der Börse Düsseldorf ist die Renell Wertpapierhandelsbank.

- ☞ zum Going Public einen **Wertpapierprospekt** zu veröffentlichen,
- ☞ im Being Public neben dem Jahresabschluss (spätestens nach sechs Monaten) auch **Halbjahresberichte** (spätestens nach drei Monaten) zu veröffentlichen,
- ☞ einen Skontrofführer für die Preisfeststellung zu beauftragen,
- ☞ vergleichbar anderen Unternehmen des Freiverkehrs einen **Unternehmens-**

kalender zu veröffentlichen und

- ☺ die Dokumente auf ihrer Internetseite zur Einsicht bereitzuhalten.

Seit Mitte 2016 ist auch von Emittenten am Freiverkehr der Börse Düsseldorf die **Ad-hoc-Berichterstattung gemäß MAR** zu beachten.

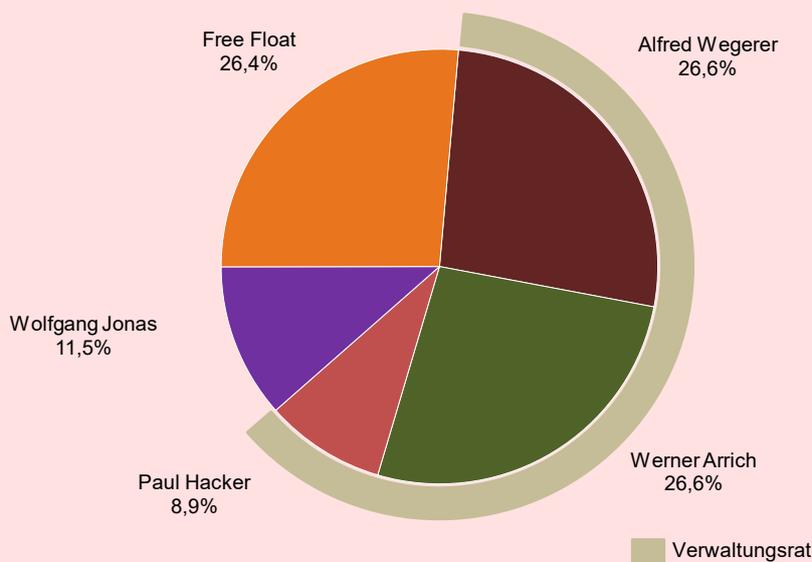
**Börsengang ohne Kapitalerhöhung**

Infolge des Listings an der Düsseldorfer Wertpapierbörse war der Börsengang nicht mit einer Einwerbung frischen Kapitals verbunden. Es ist daher vorgesehen, das Grundkapital der Gesellschaft durch die Ausgabe neuer Aktien im Zuge einer Barkapitalerhöhung bei europäischen Investoren zu erhöhen. Laut dem bereits Mitte 2016 veröffentlichten Wertpapierprospekts sollen bis zu 188.250 Stück Aktien platziert werden. Mit den eingeworbenen Mitteln sollen Sachanlagevermögen und Working Capital für den Aufbau weiterer Gesundheitszentren finanziert werden.

**Performanceorientierte Eigentümerstruktur**

Mit 62,1% werden knapp zwei Drittel der Anteile von den unmittelbaren Firmengründern und Mitgliedern des Verwaltungsrates gehalten. Rund ein Viertel der Anteile sind in den Händen von Finanzinvestoren, insbesondere von Family Offices und Medizinern, die de jure zum Free Float hinzugezählt werden.

**ABBILDUNG 8: AKTIONÄRSSTRUKTUR**



Aktuell liegt der Streubesitz des Unternehmens bei 26,4%. Knapp zwei Drittel der Aktien befinden sich im Besitz der Unternehmensgründer. Zudem wird angestrebt, den Streubesitz über eine Kapitalerhöhung mittelfristig auszudehnen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, BÖRSE DÜSSELDORF, SPHENE CAPITAL

**Mittelfristig keine Dividendenausschüttung erwartet**

Da wir damit rechnen, dass der Einstieg in den Markt für Gesundheitszentren mehrere Jahre dauern wird, gehen wir in den kommenden Jahren nicht von einer Dividendenausschüttung aus.

Mittelfristig rechnen wir nicht mit einer Dividendenausschüttung.

## Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen folgende **Stärken** von graceNT bzw. deren Aktien:

### Stärken

- ⑤ **Langjähriges Know-how:** Firmengründer und Verwaltungsräte von graceNT haben in den vergangenen Jahren gezeigt, dass sie Unternehmen aufbauen und nach Realisierung mit erheblichen Wertsteigerungen verkaufen können.
- ⑤ **Vorteile bei der Auslastung:** Klassische Fitnessstudios verzeichnen tageszeitlich sehr stark schwankende Auslastungen. Unseres Erachtens dürften diese Schwankungen bei den von graceNT angebotenen Gesundheitsleistungen deutlich geringer ausfallen, so dass die durchschnittliche Auslastung gleichmäßiger verteilt sein wird.
- ⑤ **Reduzierter Kapitaleinsatzes durch verändertes Geschäftsmodell:** Die Anpassung des Geschäftsmodells, das nun nicht mehr den Aufbau einer Fitnesskette in Eigenregie vorsieht, sondern die Vermietung von Fitnessgeräten an bestehende Fitnessstudios, reduziert den erforderlichen Kapitaleinsatz.
- ⑤ **Differenzierung von Wettbewerbern durch Zugang zum Kapitalmarkt:** Der Health-Care-Markt, in dem mittelständische Strukturen üblich sind, ist von einer Vielzahl von Wettbewerbern geprägt. In Bezug auf die über Kapitalerhöhungen möglicherweise eingeworbenen Mittel stellt der Kapitalmarktzugang gegenüber potenziellen Wettbewerbern einen erheblichen Wettbewerbsvorteil dar. Überdies wurde durch die Börsennotierung die Grundlage für weitere Kapitalmarktaktivitäten (Unternehmens- oder Wandelanleihe, Kapitalerhöhung etc.) gelegt.
- ⑤ **Expansion in Nachbarländer:** Mittelfristig ist vorgesehen, das Geschäftsmodell selektiv in das europäische Ausland zu übertragen. Durch eine Kopie des Geschäftsmodells und den Abschluss von Rahmenverträgen mit Studios oder Gesundheitseinrichtungen für Aldavia Gesundheitszentren in einzelnen Regionen können u. E. langfristig Skaleneffekte realisiert werden.
- ⑤ **Stabile, performanceorientierte Aktionärsstruktur:** Aus unserer Sicht weist graceNT eine insgesamt stabile und performanceorientierte Eigentümerstruktur auf. Da auch das Management mit erheblichen Anteilen an der Gesellschaft beteiligt ist, vermuten wir wesentliche Übereinstimmungen zwischen den Interessen der Aktionäre und dem Management.

Wir sehen die folgenden **Schwächen** von graceNT bzw. deren Aktien:

### Schwächen

- ⑤ **Fehlende Profitabilität:** Bislang hat graceNT noch nicht bewiesen, dass das Geschäftsmodell nachhaltig profitabel gestaltet werden kann. Die kumulierten Verluste der vergangenen fünf Jahre belaufen sich auf über EUR 1 Mio.
- ⑤ **Hohe Volatilität des Aktienkurses:** graceNT befindet sich erst am Beginn des geplanten Investitionszyklus. Der Handel in der Aktie ist von einer hohen Volatilität gekennzeichnet, bei der Tagesgewinne im hohen zwei- und sogar dreistelligen Prozentbereich nicht ausgeschlossen werden können. Hinzu kommt, dass die Notierungen mangels Kauf- und Verkaufsgeboten häufig reine Tax-Kurse darstellen.
- ⑤ **Notwendigkeit externer Kapitalbeschaffung:** Derzeit ist vorgesehen, den für die geplante Marktdurchdringung benötigten Finanzmittelbedarf durch die Aufnahme von Eigenkapital zu finanzieren und den Einsatz von Fremdkapital zu Gearing-Zwecken zu vermeiden. Die geplanten Investitionen in die Ausstattung von Gesundheitszentren Dritter müssen daher größtenteils über Kapitalmaßnahmen finanziert werden.
- ⑤ **Tendenziell niedrige Markteintrittsbarrieren:** Abgesehen von hohen Capex ist der Markt für Fitnessstudios insgesamt durch tendenziell niedrige Markteintrittsbarrieren in einem limitierten Gesamtmarkt gekennzeichnet. Im Gegensatz zu klassischen Fitnessstudios wie etwa Mrs. Sporty, die keine proprietären Produkte und Anwendungen nutzen, hat graceNT mittlerweile eine breite High-Tech-Produktpalette, die das Unternehmen u. E. vor Nachahmern grundsätzlich schützt.
- ⑤ **Schwierige Planbarkeit der Erträge:** Aufgrund des Start-Up-Charakters des

Geschäftsmodells ergeben sich aus unserer Sicht erhebliche Risiken hinsichtlich der Erreichung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen. Diese sind eher als Planzahlen zu verstehen, eine Ableitung aus Vergangenheitsdaten ist nicht möglich.

- ⊗ **Die Gesellschaft ist Wechselkursrisiken ausgesetzt:** Mehr als 90% der Umsätze werden nicht in CHF abgewickelt, sondern in Euro. Ein Hedging wird derzeit nicht praktiziert und auch zukünftig nicht angestrebt, da Wechselkursrisiken nach Aussagen des Managements nur für wenige Wochen bestehen. Da auch die betrieblichen Kosten überwiegend in Euro anfallen, könnten bei den ausländischen Tochtergesellschaften Translationsverluste anfallen.
- ⊗ **Abhängigkeiten vom Management:** graceNT wird von einem sechsköpfigen Bord geleitet, bei dem zwei Verwaltungsräte, Alfred Wegerer und Werner Arich, operative Funktionen einnehmen. Die Mitglieder des Verwaltungsrates sind im Bereich Health Care nach unserer Einschätzung erfahren, die Zusammensetzung des Verwaltungsrates lässt jedoch Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen vermuten.
- ⊗ **Sehr hohes Liquiditätsrisiko der Aktie:** Mit einer Marktkapitalisierung von deutlich unter EUR 50 Mio. ist graceNT ein Micro-Cap und für ein Engagement der meisten institutionellen Investoren zu klein. Mit einem Free Float von 26,4% bzw. knapp EUR 0,6 Mio. und zahlreichen Handelstagen, in denen lediglich Tax-Kurse zu beobachten sind, muss überdies die extrem niedrige Liquidität der Aktie berücksichtigt werden.
- ⊗ **Vorerst keine Ausschüttung geplant:** Mittelfristig ist das Geschäftsmodell von graceNT durch Investitionen in Geräte und Equipment zur Ausstattung von Gesundheitszentren, die anschließend von Dritten betrieben werden, ausgesprochen kapitalintensiv. Der operative Cashflow wird dementsprechend vollständig für Neuinvestitionen verwendet werden. Daher ist nach unserer Einschätzung mittelfristig nicht mit der Aufnahme von Dividendenzahlungen zu rechnen.
- ⊗ **Ende der Lock-Up-Periode:** Die freiwillige Lock-Up-Vereinbarung (Soft-Lock-Up) der Aktien der Altaktionäre endete zum Jahreswechsel 2016/17.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie graceNT tätig ist:

**Chancen**

- ⊗ **Hohe Innovationskraft der Branche:** Eine von McKinsey durchgeführte Return-Analyse von privaten Investments in 140 Unternehmen in der US-Gesundheitsbranche über einen Zeitraum von 19 Jahren bis einschließlich 2014 zeigt eine Outperformance um den Faktor 1,5 gegenüber dem Gesamtmarkt. Die Autoren führen dies u. a. auf die hohe Innovationskraft der durch eine alternde Gesellschaft beflügelten Branche zurück.
- ⊗ **Attraktive demographische Trends:** Sämtliche demographische Daten belegen einen zunehmenden Anteil der sogenannten Best Ager, insbesondere in den Industriestaaten, und damit der unmittelbar angesprochenen Kunden von graceNT. Die Menschen werden jedoch nicht nur immer älter, sondern auch immer aktiver.
- ⊗ **Kein reguliertes Geschäftsfeld:** Bislang gibt es in der Europäischen Union keine speziellen aufsichtsrechtlichen Behörden oder Regelungen für den Verkauf bzw. die Herstellung von sogenannten Health Care-Produkten, da diese nicht als Medizinprodukte bzw. medizintechnische Produkte gelten. Ungeachtet dessen sind bestimmte aufsichtsrechtliche Bestimmungen von graceNT einzuhalten, da die Produkte bestimmten öffentlich-rechtlichen Vorgaben oder technischen Normen entsprechen müssen.
- ⊗ **Gesetzliche Rahmenbedingungen:** Weiter verbesserte politische Rahmenbedingungen und eine stärkere Berücksichtigung der Fitnessbranche in präventions- und gesundheitspolitischen Strategien, u. a. durch **(1)** eine Ausweitung der Präventionskurse nach § 20 SGB V, **(2)** eine steuerliche Absetzbarkeit von Mitgliedsbeiträgen und **(3)** steuerliche Anerkennung von Fitnesstrainings als Betriebsausgabe bzw. als Maßnahme zur Gesundheitsförderung in Betrieben. Allerdings müssten dazu im Vorfeld nach unserer Einschätzung entsprechende Qualitätsvorgaben für anrechenbare Leistungen definiert wer-

den.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie graceNT tätig ist:

## Risiken

- Ⓢ **Kopie des Geschäftsmodells:** Das von graceNT aufgebaute Geschäftsmodell genießt keinen „Patentschutz“ im eigentlichen Sinne. Prinzipiell könnte es daher von anderen Parteien kopiert werden. Ungeachtet dessen steht graceNT vor der dauerhaften Aufgabe, sich von strategischen Mitbietern durch die Vorstellung neuer Konzepte in einem sich rasch wandelnden Umfeld abzugrenzen.
- Ⓢ **Risiken des organischen Wachstums:** Der Ausstattung von Fitnessstudios mit den von graceNT vertriebenen Geräten ist grundsätzlich risikobehaftet, umso mehr, da es sich um ein völlig neues Geschäftsmodell handelt. Der Auswahl der Fitnessstudios und der genauen Standortwahl kommt u. E. eine hohe Bedeutung zu.
- Ⓢ **Skalierbarkeit des Geschäftsmodells:** Durch die hohe Kapitalbindung aus der geplanten Ausstattung von Gesundheitszentren mit eigenen Geräten ist das Geschäftsmodell von graceNT zwar skalierbar, jedoch investitionsintensiv, was nach unserer Einschätzung die zukünftigen Wachstumschancen limitiert.
- Ⓢ **Hoher Preisdruck:** Der deutsche Fitness-Markt steht unter hohem Preisdruck ausgehend insbesondere von Discount-Anbietern, die aggressiv neue Standorte eröffnen. Oft stehen den Trainierenden dabei allerdings weniger teure Geräte als vielmehr günstige Basic-Trainingsgeräte wie einfache Hanteln oder Fitnessstangen zur Verfügung.
- Ⓢ **Starker Wettbewerb:** Budgetierungen der Leistungen durch die gesetzlichen Kassen und eine zurückhaltende ärztliche Verordnungspraxis führen zu einem verschärften Wettbewerb um Selbstzahler, wobei neben Fitnessstudios vor allem Physiotherapeuten um anspruchsvolle Gesundheitskunden werben.

## Demographische Trends unterstützen graceNT

Die demographischen Daten belegen einen zunehmenden Anteil der sogenannten Best Ager, insbesondere in den Industriestaaten. In vielen Teilen Europas liegt der Alters-Median bereits heute über 45 Jahren. Weltweit erwartet die UN eine Verdoppelung des Bevölkerungsanteils der Über-60-Jährigen von derzeit etwa 11% auf über 22%.

Die Menschen werden jedoch nicht nur immer älter, sondern auch immer aktiver. Während Fitnessstudios in Deutschland, Österreich, der Schweiz und anderen europäischen Ländern boomen und eine Umfrage des Bundesamts für Sport Schweiz bei allen Altersgruppen einen leichten Anstieg der Sportaktivität in den Jahren 2008 bis 2014 feststellen konnte, ist die Zunahme bei den Über-65-Jährigen überproportional. Sport ist damit längst nicht mehr nur jüngeren Personen vorbehalten, gerade die Älteren sind zunehmend sportaffin.

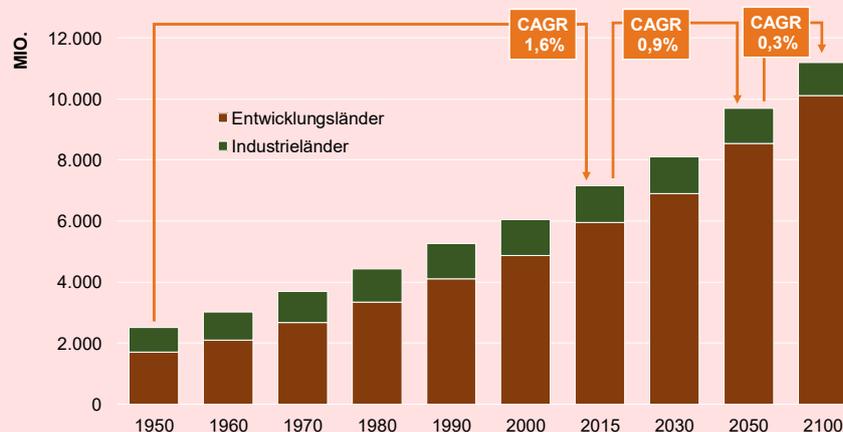
### Bis 2030 steigt die Weltbevölkerung um rund 63 Mio. Menschen pro Jahr an

In den vergangenen 40 Jahren hat sich die Weltbevölkerung auf heute etwa 7,3 Mrd. Menschen mehr als verdoppelt. In den kommenden fünf Jahren wird mit einem jährlichen Bevölkerungswachstum von rund 78 Mio. Menschen gerechnet, bis 2030 mit einem Wachstum von 63 Mio. Menschen pro Jahr. Die jüngsten Schätzungen der UNO sehen vor, dass die Weltbevölkerung bis zum Jahr 2050 auf dann 9,7 Mrd. Menschen ansteigen wird. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 0,9%. Im Jahr 2100 rechnet die UNO mit einem Anstieg auf dann 11,2 Mrd. Menschen (CAGR 2050e-2100e 0,3%).

Die erwarteten Wachstumsraten der Weltbevölkerung für den Zeitraum 2015-50 liegen bei 0,9% pro Jahr. Damit wird die Weltbevölkerung auf dann 9,7 Mrd. Menschen ansteigen.

Verantwortlich für das globale Bevölkerungswachstum sind ausschließlich die Entwicklungsländer. So wird damit gerechnet, dass sich die Bevölkerung Afrikas von heute rund 1,2 Mrd. auf fast 4,4 Mrd. mehr als verdreifachen wird. In den Industrieländern wird die Bevölkerungszahl dagegen bestenfalls stagnieren. So wird in Europa bis zum Jahr 2010 mit einem Rückgang von derzeit 738 Mio. Menschen auf 646 Mio. Menschen gerechnet.

ABBILDUNG 9: ENTWICKLUNG DER WELTBEVÖLKERUNG



QUELLE: UNO, SPHENE CAPITAL

### In den vergangenen 100 Jahren hat sich die Lebenserwartung verdoppelt

Die Weltbevölkerung wächst nicht nur stetig, sondern sie wird vor allem in den Industrieländern auch immer älter. In nachstehender Abbildung wird die durchschnittliche Lebenserwartung eines Neugeborenen in den jeweiligen europäischen Ländern zum Zeitpunkt seiner Geburt dargestellt. Seit Beginn des 20. Jahrhunderts hat sich die Lebenserwartung in Deutschland von 40,0 auf 80,9 Jahre mehr als verdoppelt.

In Deutschland hat sich die Lebenserwartung der Menschen im vergangenen Jahrhundert auf knapp 81 Jahre mehr als verdoppelt.

### Steigender Anteil von Best Agers an der Gesamtbevölkerung

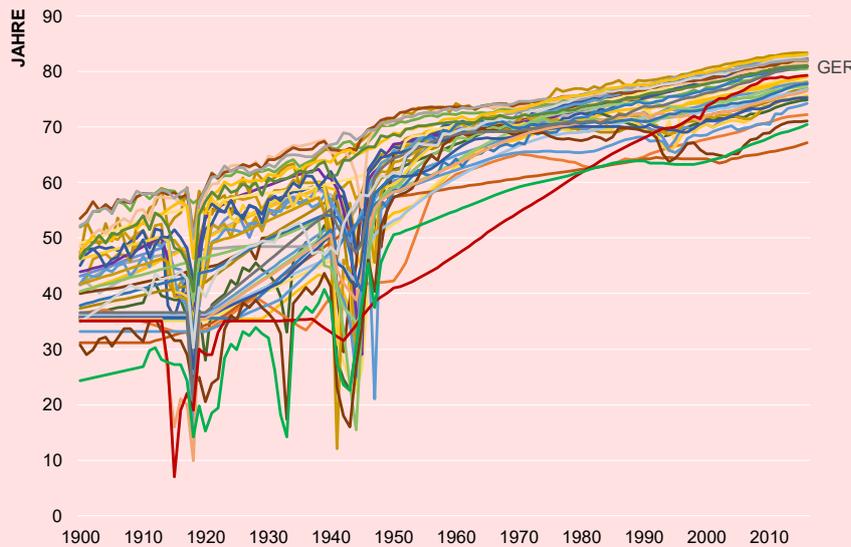
Ursachen für die damit einhergehende Veralterung in den Industrieländern sind eine rückläufige Säuglingssterblichkeit, eine bessere medizinische Versorgung

Der Anteil der Über-60-Jährigen wird weiter deutlich ansteigen. Auf

und ein geringerer Verschleiß durch weniger körperliche Arbeit. Bis 2050 erwartet die UN eine Verdoppelung des Anteils der Über-60-Jährigen, hierzulande unter dem Scheinanglizismus „Best Ager“ bekannt (im angelsächsischen Raum eher unter den Begriffen Generation Gold, Generation 50plus, Silver Ager, Golden Ager, Third Ager, Mid-Ager, Master oder Mature Consumer bekannt) von derzeit etwa 11% auf über 22%. In Absolutzahlen entspricht dies einem Anstieg von 780 Mio. auf etwa 2,1 Mrd. Menschen. Damit werden in wenigen Jahren weltweit erstmals mehr Menschen über 60 Jahre alt sein als unter 15 Jahre.

absehbare Zeit werden mehr Menschen über 60 Jahre als unter 15 Jahre alt sein.

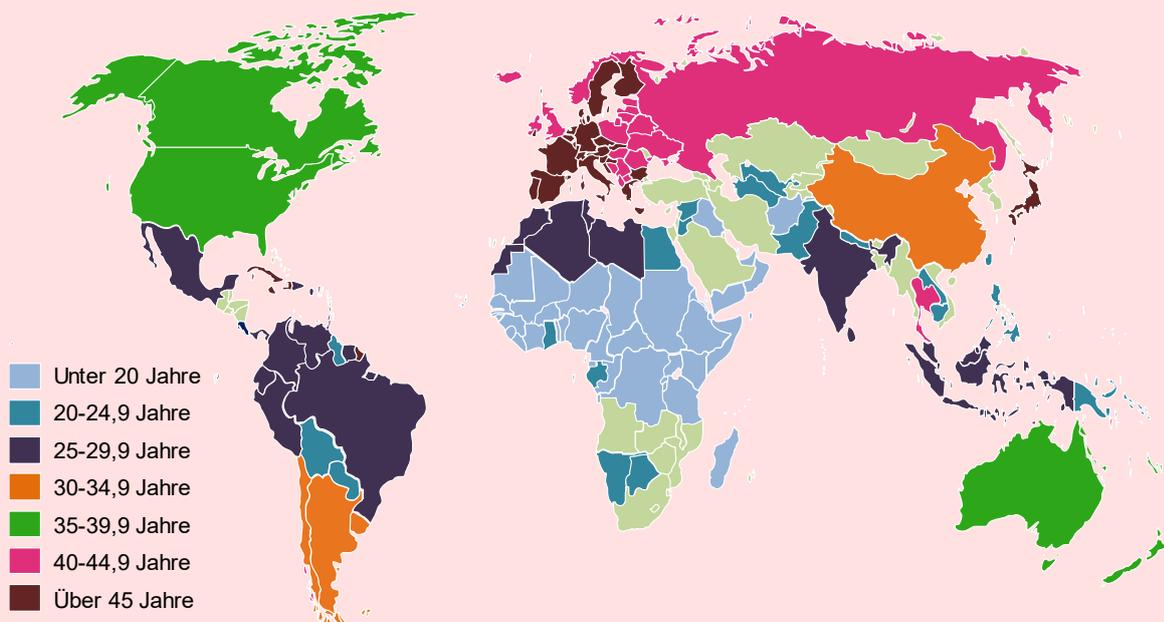
ABBILDUNG 10: LEBENSERWARTUNG ZUM ZEITPUNKT DER GEBURT, EUROPA, 1900-2015



Die Lebenserwartung für heute in Deutschland geborene Menschen liegt bei 80,9 Jahre. In Europa liegt die Lebenserwartung in Island mit 83,3 Jahren am höchsten und in Russland mit 71,1 Jahren am niedrigsten.

QUELLE: UNO, SPHENE CAPITAL

ABBILDUNG 11: ALTERS-MEDIAN NACH LÄNDERN



QUELLE: UNO, SPHENE CAPITAL

**Der Alters-Median steigt weiter an**

Vorstehende Abbildung zeigt den Alters-Median der einzelnen Länder. Der Alters-Median teilt die Bevölkerung eines Landes in zwei Hälften; die eine Hälfte ist jünger als der Alters-Median, die andere Hälfte älter. In den Industrieländern Europas liegt der Alters-Median inzwischen über 45 Jahre, in großen Teilen Afrikas dagegen unter 20 Jahre.

**Anstieg der sportlichen Aktivität der über 65-Jährigen**

Die Menschen in den Industrieländern werden jedoch nicht nur immer älter, sondern auch zunehmend aktiver.

Ältere Personen sind heute vergleichbar sportlich aktiv wie ihre Mitbürger mittleren Alters

Während Fitnessstudios in Deutschland, Österreich, der Schweiz und anderen europäischen Ländern boomen und eine Umfrage des Bundesamts für Sport Schweiz bei allen Altersgruppen einen leichten Anstieg der Sportaktivität in den Jahren 2008 bis 2014 registrieren konnte, ist die Zunahme bei den über 65-Jährigen überproportional. Sport ist damit längst nicht mehr nur jüngeren Personen vorbehalten, gerade die Älteren sind zunehmend sportaffin. Zwischen dem mittleren (ab 45 Jahren) und höheren Lebensalter sinkt die sportliche Aktivität nur leicht.

**ABBILDUNG 12: SPORTLICHE AKTIVITÄT NACH ALTER**

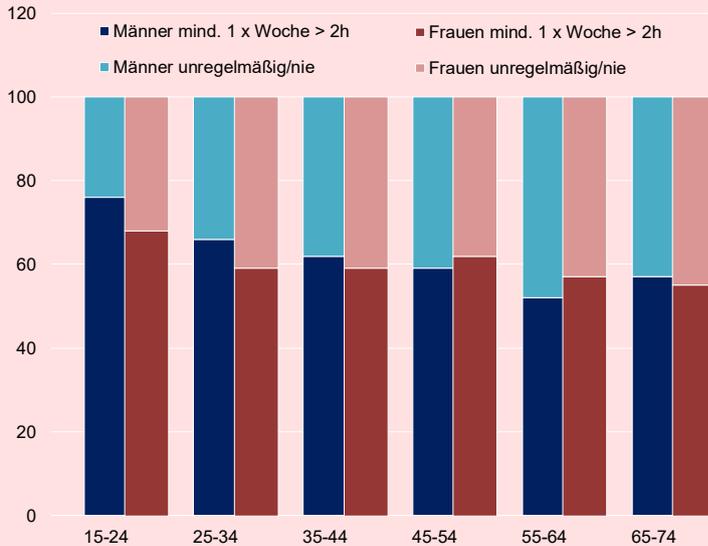


QUELLE: BUNDESAMT FÜR SPORT BASPO SCHWEIZ, SPHENE CAPITAL

**Bei Männern variiert die Aktivität im Lebensverlauf stärker als bei Frauen**

Dabei verläuft das lebenslange Aktivitätsprofil von Männern und Frauen durchaus unterschiedlich. Während junge Frauen etwas weniger aktiv sind als ihre männlichen Altersgenossen, geht das Sportverhalten von Frauen mit zunehmendem Alter weitaus weniger stark zurück als bei Männern, so dass Frauen zwischen 45 und 64 Jahren im Durchschnitt sogar aktiver sind als Männer.

ABBILDUNG 13: SPORTLICHE AKTIVITÄT NACH ALTER



Auch wenn junge Frauen sportlich weniger aktiv sind als Männer bleiben sie länger sportlich aktiv als Männer.

QUELLE: BUNDESAMT FÜR SPORT BASPO SCHWEIZ, SPHENE CAPITAL

Mit einer Quote von 3,9% ist der Krankenstand in Deutschland 2016 laut DAK gegenüber dem Vorjahr leicht gesunken. Auf den Rängen ein und zwei nennt die Kasse Erkrankungen des Muskel-Skelett-Systems und psychische Erkrankungen, die durch verschiedene Faktoren wie Leistungsdruck und körperliche Fehlbelastungen am Arbeitsplatz verstärkt werden. Nach Einschätzung der WHO sind Neuropsychiatrische Erkrankungen nach Herz-Kreislauferkrankungen die zweithäufigste Diagnose für gesundheitliche Beeinträchtigungen weltweit. Trotz des Wissens über gesundheitliche Risiken und eines wachsenden Gesundheitsbewusstseins mangelt es vielen Menschen an Bewegung. Fehlende körperliche Bewegung gilt als viert-wichtigster Risikofaktor für die Sterblichkeit weltweit und insbesondere als wesentlicher Grund für die steigende Bedeutung von nicht-übertragbaren Krankheiten als häufige Todesursache.

Auf der anderen Seite belegt das durch eine hohe Nachfrage angetriebene Wachstum des zweiten Gesundheitsmarktes, dass die Menschen in zunehmendem Maße auf ihre Gesundheit achten und eine gesunde Lebensweise anstreben. Dabei sind sie bereit, überproportional viel für die entsprechenden Produkte und Dienstleistungen zu bezahlen. Auch Ärzte, Apotheker und Krankenkassen nutzen den wachsenden Markt für Gesundheit und Wellness, wobei sie von einem Vertrauensvorteil und der genauen Kenntnis der Bedürfnisse der Menschen profitieren.

**Der selbstbestimmende Patient des zweiten Gesundheitsmarktes ...**

Die Gesundheitswirtschaft setzt sich aus den verschiedensten Akteuren zusammen. Ungeachtet der Unterschiede in den Gesundheitssystemen lassen sich die Gesundheitsmärkte in Deutschland, Österreich und der Schweiz dabei grundsätzlich in einen klassischen „ersten Gesundheitsmarkt“ auf der einen Seite und einen „zweiten Gesundheitsmarkt“ auf der anderen Seite unterteilen.

Auf dem Gesundheitsmarkt ist eine Zwei- bzw. sogar Dreiteilung festzustellen.

- Ⓢ In den „ersten Gesundheitsmarkt“ fällt die klassische Gesundheits- und Grundversorgung, die größtenteils durch die gesetzliche und in Österreich und der Schweiz für alle obligatorische Krankenversicherung (GKV) sowie die private Krankenversicherung (in Deutschland) einschließlich der gesetzlichen Pflegeversicherung (PKV), zu kleineren Anteilen auch durch Arbeitgeber (Lohnfortzahlung im Krankheitsfall), den Staat (Zuschüsse zur GKV) und weitere Sozialversicherungsträger geprägt ist.
- Ⓢ Auf den „zweiten Gesundheitsmarkt“ entfallen alle medizinischen Produkte und Dienstleistungen, die nicht Teil einer obligatorischen gesetzlichen Versicherung bzw. eines staatlichen Gesundheitsdienstes sind. Im Gegensatz zum ersten Gesundheitsmarkt ist der zweite Gesundheitsmarkt weder reguliert noch klar formuliert. Es gibt keine allgemeingeltende Einordnung oder einen Kriterienkatalog dafür, welche Produkte und Dienstleistungen einen Bezug zur

Gesundheit aufweisen. Nach allgemeinem Verständnis zählen zum zweiten Gesundheitsmarkt alle freiverkäuflichen Arzneimittel und individuelle Gesundheitsleistungen, aber auch Prävention, Fitness und Wellness sowie Angebote des Gesundheitstourismus. In einer breiteren Auslegung werden auch die Bereiche Sport und Freizeit, Ernährung und Wohnen dem zweiten Gesundheitsmarkt hinzugerechnet.

TABELLE 7: GESUNDHEITSSYSTEME DEUTSCHLAND, ÖSTERREICH UND SCHWEIZ 2015

		Deutschland	Österreich	Schweiz
Pflichtversicherungen	%	89%	100%	100%
Privat/Zusatzversicherungen	%	32%	35%	28%
Gesundheitsausgaben/Kopf	EUR/CHF	4.131	4.072	8.959
Gesundheitsausgaben/BIP	%	11,1%	10,4%	11,5%
Privatfinanzierte Gesundheitsausgaben	%	15%	24%	32%
Eigene Ausgaben Konsumenten/Haushaltsausgaben*	%	1,8%	2,8%	4,1%

QUELLE : OECD, SPHENE CAPITAL

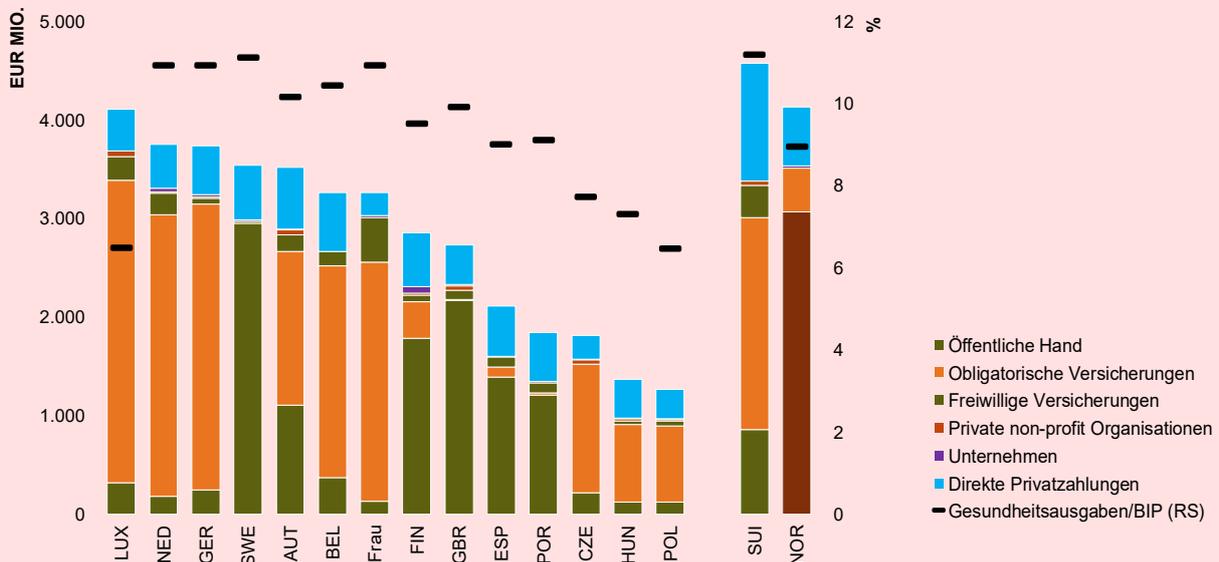
\*DATEN 2012

... treibt das Wachstum überproportional voran

In Deutschland erreichte der zweite Gesundheitsmarkt laut Bundesgesundheitsministerium im Jahr 2014 ein Volumen von rund EUR 76 Mrd. Bezogen auf das Marktvolumen von EUR 60 Mrd. im Jahr 2005 bedeutet dies eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 5%. Dieser Zuwachs liegt deutlich über den Wachstumsraten des allgemeinen Gesundheitsmarktes von 3,5% und der Gesamtwirtschaft von 2,4%.

Wesentliche Bereiche des zweiten Gesundheitsmarktes sind Prävention, Wellness und Gesundheitstourismus

ABBILDUNG 14: AUSGABENSTRUKTUR GESUNDHEIT (2013)



QUELLE: EUROSTAT, SPHENE CAPITAL

Hohe Zahlungsbereitschaft verbunden mit einem Nachfrageüberhang

Angetrieben wird der zweite Gesundheitsmarkt laut dem Deutschen Bundesgesundheitsministerium vor allem durch die Nachfrage der Kunden bzw. einem steigenden Gesundheitsbewusstsein. Immer mehr Menschen streben eine gesunde Lebensweise an. Gesundheitsangebote entwickeln sich damit zu einem immer wichtigeren Lebensinhalt und beeinflussen in steigendem Maße die Konsum- und Kaufentscheidungen. Als Folge davon hat sich nach einer von der Bundesregierung zitierten Studie von Roland Berger ein Nachfrageüberhang bzw. eine bislang nicht adressierte Studie, zusätzliche Nachfrage von rund EUR 16 Mrd. aufgebaut, wobei

die Kunden bereit sind, überproportional viel für die entsprechenden Produkte und Dienstleistungen zu bezahlen.

#### **Health Style als wichtiges Produkt des zweiten Gesundheitsmarktes**

Wie in der Definition der Weltgesundheitsorganisation zu lesen ist, beschreibt Gesundheit einen Zustand vollkommenen körperlichen, geistigen und sozialen Wohlbefindens, also nicht nur die bloße Abwesenheit von Krankheit oder Gebrechen.

Eingeschlossen ist in dieser Interpretation des Gesundheitsbegriffes auch ein entsprechender Lebensstil, der sich mit dem Ausdruck Health Style beschreiben lässt und der ein wesentliches Produkt der Dienstleister des zweiten Gesundheitsmarktes ist. Einer der Treiber des zweiten Gesundheitsmarktes ist die Möglichkeit der Kunden, die von ihnen selbst bezahlten Gesundheitspakete entsprechend selbst auszuwählen und mitzugestalten. Das von den Krankenkassen erstattete, regulierte und standardisierte Leistungspaket nehmen die Patienten bzw. Kunden auf der einen Seite als selbstverständlichen Anspruch an; während sie auf der anderen Seite bereit sind, für individuell zugeschnittene Leistungen, deren Inhalte und Dauer sie selbst bestimmen, mehr zu bezahlen.

Durch das Zusammenspiel aus Wachstum und hoher Zahlungsbereitschaft ist der zweite Gesundheitsmarkt auch für die Akteure des ersten Gesundheitsmarktes ein interessantes Geschäftsfeld. Die Folge ist eine Verschmelzung der beiden Teilsegmente des Gesundheitsmarktes, die sich unter anderem an der steigenden Zahl zusätzlicher individueller Gesundheitsleistungen (IGeL) für gesetzlich Versicherte ablesen lässt. Vor allem klassische Anbieter wie Ärzte, Apotheker und auch Krankenkassen profitieren vom Vertrauensvorteil, den ihre Patienten bzw. Kunden in ihre Kompetenz legen, sowie dem Vorteil, dass sie Markt und Bedürfnisse ihrer Patienten sehr genau kennen. Damit formiert sich in den ärztlichen Praxen ein wachsender Markt für Gesundheit und Wellness, wengleich die Leistungen von den gesetzlichen Kassen nicht erstattet werden.

#### **Computerisierung und Vernetzung des Gesundheitsmarktes**

E-Health treibt das Wachstum sowohl im ersten als im zweiten Gesundheitsmarkt weiter voran. Weltweit gibt es laut McKinsey 7.600 E-Health Start-ups. Finanziert werden sie vorwiegend über Venture Capital. Insgesamt wurden 2014 weltweit rund USD 6,9 Mrd. in digitale Gesundheitssysteme investiert. Die Potentiale aus einer Digitalisierung sind hoch:

- ⑤ Universell verfügbare elektronische Patientendaten verbessern die Transparenz von Behandlungserfolgen und zugleich die Prozesseffizienz zwischen und innerhalb von Haus- und Fachärzten, Kliniken und Versicherungen. Der britische National Health Service vermutet mögliche Einsparungen von bis zu knapp 11% des Budgets von GBP 127 Mrd. bis 2020/21.
- ⑤ Dank der Allgemeinverfügbarkeit der erforderlichen Netze und der Gamification durch neue Endgeräte eröffnen sich zahlreiche Anwendungsszenarien. Dies belegt das große Angebot von Apps zu verschiedenen Gesundheitsthemen, die den Kunden fast spielerisch ein Bewusstsein für ihre Gesundheit vermitteln. Darüber hinaus dienen die mobilen Endgeräte schon heute als Messgeräte für die persönlichen Vitaldaten, die anschließend direkt an Ärzte und andere Gesundheitsberater weitergeleitet werden können.

Trotzdem sind die Herausforderungen hoch. Zum einen ist eine Quantifizierung des – insbesondere langfristigen – Nutzens schwierig und erfordert eine Aggregation verschiedenster Daten, was nach unserer Einschätzung nur von den staatlichen Trägern der Gesundheitssysteme dargestellt werden kann. Im Hinblick auf das Thema Datensicherheit zeigten sich nach einer Umfrage von McKinsey dagegen 70% der 18 bis 65-Jährigen aufgeschlossen für ein digitales Monitoring ihrer persönlichen Gesundheitsdaten; 71% waren interessiert an einer Quantifizierung ihres Gesundheitsverhaltens.

#### **Gesundheitsentscheidungen als Konsumententscheidung**

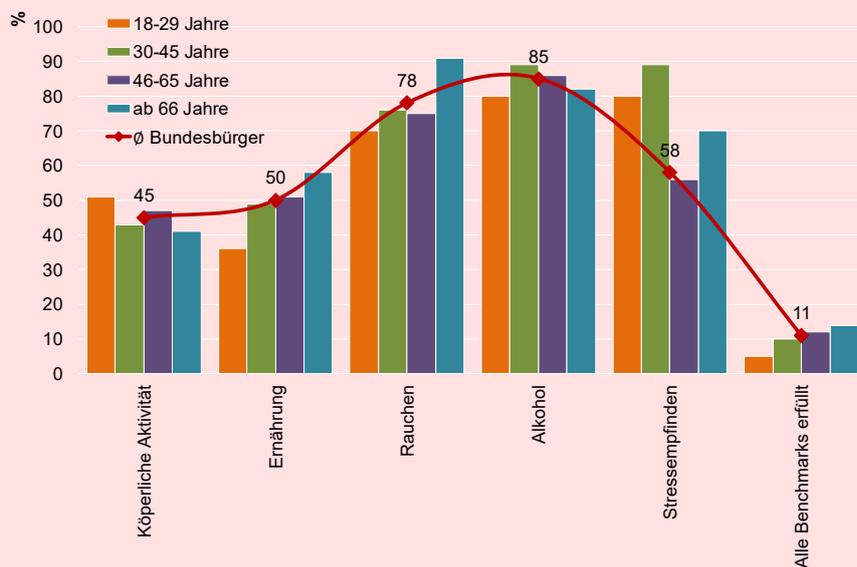
Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass Konsumenten bei der Wahl von Gesundheitsanbietern vergleichbare Kriterien ansetzen wie gegenüber Einzelhändlern und anderen Konsumartikelanbietern. In einer Umfrage von McKinsey wurden 11.000 Personen in den USA befragt, welche Leistungen ihrer Ansicht nach eine hohe Kundenorientierung definieren, eine zweite Frage zielte darauf ab, was sie bei einem Gesundheitsdienstleister wertschätzen. Auf beide Fragen erhielten die

Befragter hinsichtlich Kunden- bzw. Patientenfreundlichkeit, einer positiven Leistungserfüllung und eines positiven Beitrags zur Erleichterung des Alltags weitgehend übereinstimmende Antworten.

**Mangelnde Bewegung der Menschen**

Trotz zunehmender Aufklärung über gesundheitliche Risiken und eines wachsenden Gesundheitsbewusstseins mangelt es einer aktuellen Umfrage (2016) der GfK im Auftrag der DKV zufolge vielen Menschen an Bewegung. Nicht einmal die Hälfte der Bundesbürger war 2015/16 ausreichend körperlich aktiv. Nur 45% erreichen das von der Weltgesundheitsorganisation WHO empfohlene wöchentliche Mindestziel von 150 Minuten leichter oder 75 Minuten intensiver körperlicher Aktivität. Nachstehende Grafik zeigt die Ergebnisse der Befragung hinsichtlich des Verhaltens zu den fünf Kriterien Körperliche Aktivität, Ernährung, Rauchen, Alkohol und Stressempfinden, die sich unter anderem an den Empfehlungen der WHO und der Deutschen Gesellschaft für Ernährung orientieren.

**ABBILDUNG 15: GESUNDHEITSVERHALTEN DER DEUTSCHEN**

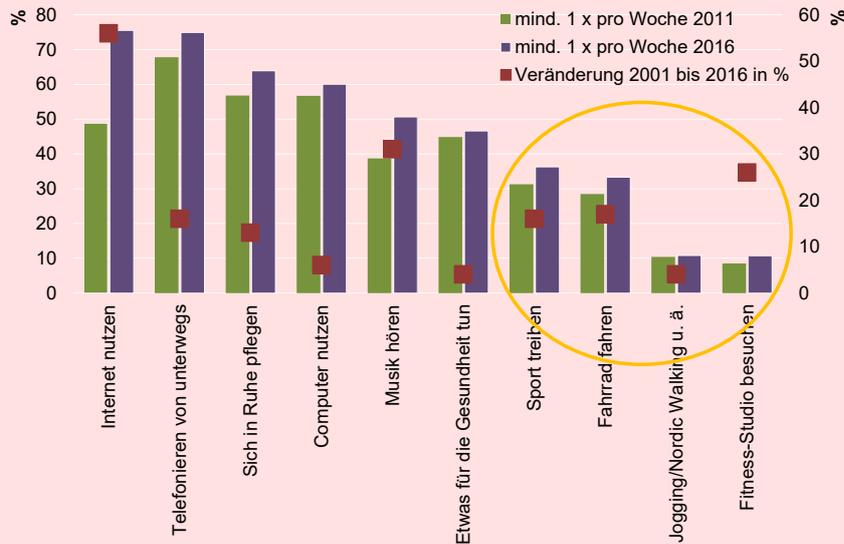


QUELLE: DKV, SPHENE CAPITAL

**Ambivalentes Gesundheitsverhalten der Menschen**

Den objektiven Erhebungsergebnissen zum Trotz, schätzen laut DKV 63% der Befragten in Deutschland ihren Gesundheitszustand als gut ein, tatsächlich gesund leben bzw. alle genannten Gesundheitsbenchmarks erfüllen jedoch nur 11%. Dabei fallen Personen mit einem hohen Bildungsabschluss und einem Haushalts-Nettoeinkommen von mehr als 2.500 EUR pro Monat in der Kategorie Aktivität deutlich gegenüber anderen Vergleichsgruppen zurück. Nur 38% innerhalb von ihnen erreichen das empfohlene Aktivitätsspensum, während sie in den Kategorien Ernährung ein überdurchschnittliches Gesundheitsverhalten aufzeigen und auch im Bereich Stress offensichtlich Wege finden, diesen überdurchschnittlich gut zu bewältigen.

ABBILDUNG 16: GEWINNER DER BELIEBTESTEN FREIZEITAKTIVITÄTEN



Neben Internet und anderen medialen Freizeitaktivitäten zählen sportliche Aktivitäten zu den größten Gewinnern der beliebtesten Freizeitaktivitäten im 5-Jahresvergleich laut Stiftung für Zukunftsfragen (Initiative von British American Tobacco).

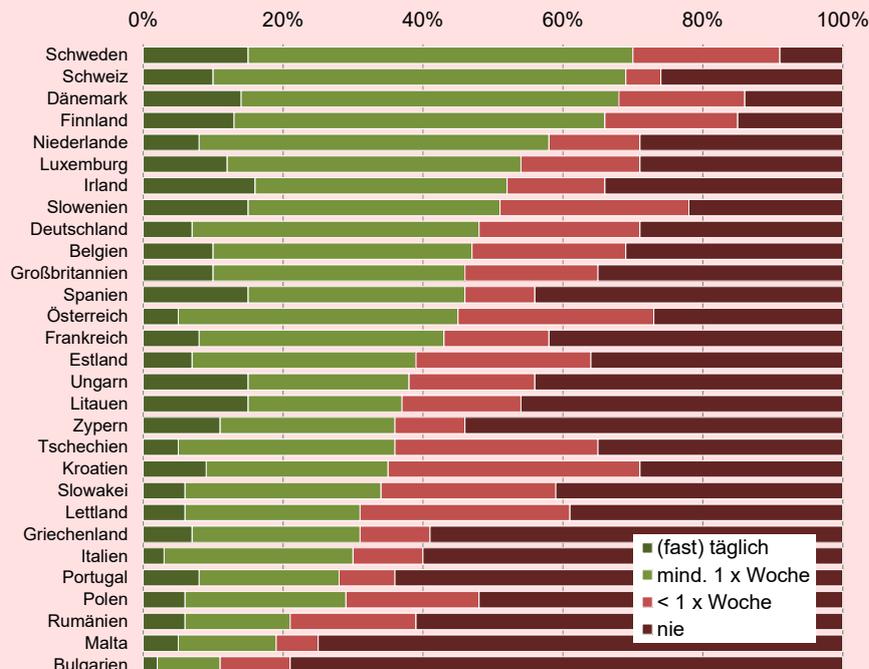
QUELLE: STIFTUNG FÜR ZUKUNFTSFRAGEN, SPHENE CAPITAL

**Differenziertes Sportverhalten der Menschen in Europa**

In einer Studie aus dem Jahr 2014 zum Sportverhalten der Europäer im Rahmen des Special Eurobarometer (2014) „Sport and physical activity“ zeigt sich eine starke Differenzierung innerhalb Europas. Dabei rangiert die Schweiz auf Rang zwei gemessen am Anteil der wöchentlich Sporttreibenden, umgeben von skandinavischen Ländern. Bei den Nicht-Sporttreibenden sind Deutschland, Österreich und die Schweiz dagegen mit Anteilen zwischen 26-29% annähernd gleich auf.

Unter den sportlichsten Nationen in Europa befinden sich vor allem die Nordeuropäer. Die Schweiz rangiert auf Platz zwei nach Schweden, während sich Deutschland und Österreich zumindest noch in der oberen Hälfte bewegen.

ABBILDUNG 17: SPORTLICHE AKTIVITÄT DER MENSCHEN IN EUROPA



QUELLE: EUROPÄISCHE KOMMISSION, SPORT SCHWEIZ, SPHENE CAPITAL

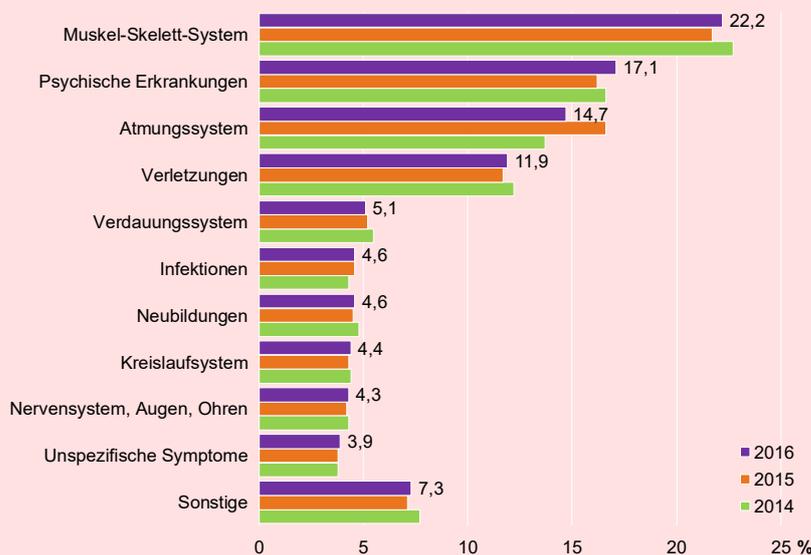
**WHO fordert Bewegung als aktiven Behandlungsansatz**

Die WHO beobachtet die mangelnde körperliche Aktivität mit wachsender Sorge. Fehlende körperliche Bewegung gilt mittlerweile als der viert-wichtigste Risikofaktor der Sterblichkeit weltweit. Sie gilt als wesentlicher Grund für die steigende Bedeutung von nicht-übertragbaren Krankheiten als häufige Todesursache. Als Konsequenz fordert die WHO dazu auf, körperliche Bewegung weitaus stärker zu fördern. Die Empfehlung geht so weit, Bewegung als eigenständigen Behandlungsansatz für verschiedene Krankheitsbilder ärztlich anzuerkennen und zu verschreiben.

**Steigende gesellschaftliche Relevanz psychischer Erkrankungen**

Nach den Statistiken der deutschen Krankenkassen führen psychische Erkrankungen zu einer wachsenden Anzahl von Arbeitsausfällen. Im vergangenen Jahren waren psychische Erkrankungen mit 17,1% erstmals die zweitwichtigste Krankheitsart innerhalb der DAK-Arbeitsunfähigkeitsstatistik. Nur Rückenschmerzen und andere Muskel-Skelett-Erkrankungen verursachten noch mehr Fehlzeiten.

**ABBILDUNG 18: ANTEILE DER WICHTIGSTEN KRANKHEITEN AN DEN ARBEITSUNFÄHIGKEITSTAGEN**



QUELLE: DAK

**Zusammenhang mit anderen gesundheitlichen Beschwerdesymptomen**

Alarmierend ist der starke Anstieg der psychischen Erkrankungsfälle in nur wenigen Jahren. Während die DAK 1997 auf hundert weibliche bzw. männliche Versicherte noch 94 bzw. 62 Fehltage pro Jahr zählte, stieg deren Zahl bis 2014 auf 303 Tage bei Frauen bzw. 181 Tage bei Männern an. Dabei ist die Bevölkerung nicht grundsätzlich psychisch kränker geworden. Vielmehr beobachten Psychologen eine Verlagerung von Störungen. Schmerzen, Kreislauf- oder Atmungsprobleme, Allergien, Probleme im Rücken oder anderen Körperteilen können Symptome von somatoformen Störungen sein.

Bis zu einem Drittel der Patienten, die aufgrund diffuser Beschwerden oder Schmerzen einen Hausarzt aufsuchen, leiden Schätzungen zufolge unter einer somatoformen Störung. Zusammen mit Depressionen zählen sie zu den häufigsten psychischen Erkrankungsformen in Deutschland, wobei Frauen rund doppelt so häufig betroffen sind wie Männer.

ABBILDUNG 19: HÄUFIGSTE EINZELDIAGNOSEN NACH FEHLTAGEN



QUELLE: DAK

**Beeinträchtigung des normalen, beschwerdefreien Lebens**

Weltweit sind Depressionen nach Einschätzung der WHO die wichtigste Einzelbeeinträchtigung der gelebten Lebensjahre, noch vor Demenz und Diabetes.

ABBILDUNG 20: VERLUST AN UM BEHINDERUNGEN BEREINIGTEN LEBENSJAHREN NACH URSACHE



QUELLE: WHO

**Veränderte Arbeitsstrukturen als eine der Hauptursachen**

Veränderte Arbeitsstrukturen bergen vor allem Risiken für die psychische Gesundheit. Während Arbeit immer weniger körperlich anstrengend ist, steigen in der modernen wissens- und kommunikationsintensiven Dienstleistungsgesellschaft die psychosozialen Belastungen der Arbeitnehmer immer mehr an. Faktoren wie Zeitdruck, ständige Verfügbarkeit und Störungen des Arbeitsablaufes begünstigen das Entstehen von psychischen Erkrankungen wie Depressionen.

In klassischen Behandlungsmethoden kommen vor allem Antidepressiva und Psychotherapie zum Einsatz. Doch auch körperliches Training kann die psychischen Krankheitssymptome lindern und das Wohlbefinden der Patienten steigern. Insbesondere verbessert körperliche Aktivität nicht nur die Stimmung bei Menschen mit depressiven Verstimmungen, vielmehr kann körperliches Training bei

„Psychische Gesundheit ist ein Zustand des Wohlbefindens, in dem eine Person ihre Fähigkeiten ausschöpfen, die normalen Lebensbelastungen bewältigen, produktiv arbeiten und etwas zu ihrer Gemeinschaft beitragen kann.“ (WHO, Ottawa Charta 1986)

Depressionen sogar ähnlich positiv wirken wie eine medikamentöse Therapie. Dies zeigt eine US-Studie mit über 200 Patienten mit diagnostizierter schwerer Depression aus den Jahren 2000 bis 2005, die 2007 von der American Psychosomatic Society veröffentlicht wurde. Körperliche Aktivität wirkt sich demnach sowohl bei psychisch Erkrankten als auch bei Gesunden günstig auf die emotionale und geistige Gesundheit aus. Wie körperliche Fitness ist auch mentale Fitness kein momentaner, psychischer Zustand. Vielmehr kann eine über einen längeren Zeitraum erworbene mentale Fitness Menschen in einen Zustand optimaler Leistungsfähigkeit versetzen. Sie ist auch keine Persönlichkeitseigenschaft, jedoch entwickeln manche Menschen wiederkehrende Muster, um mit Stresssituationen erfolgreich umzugehen.

## Der Markt für Fitnessstudios

In Deutschland gibt es rund 8.300 Fitnessanlagen, das Marktvolumen liegt bei EUR 4,83 Mrd. Rund 9,5 Millionen Menschen bzw. 11,6% der Bevölkerung waren 2015 in einem Fitnessstudio angemeldet. In der Schweiz liegt die Marktdurchdringung bereits bei 13,6% der Bevölkerung und auch im kleinsten der drei DACH-Märkte, Österreich, wachsen die Mitgliederzahlen beständig auf zuletzt 8,2% gemessen an der Einwohnerzahl.

Der Trend geht zu spezialisierten Zielgruppenanbietern, wie Kraft- und spezifische Frauenstudios. Darüber hinaus herrscht zwischen den Anbietern ein harter Preiswettbewerb, ausgehend von billigen Discount-Studios. Von der zunehmenden Marktpolarisierung profitieren nach unserer Einschätzung spezialisierte Premiumanbieter, die ihren Marktanteil seit 2011 kontinuierlich steigern konnten.

### Europaweites Wachstum des Fitnessstudio-Marktes

Europaweit haben im Jahr 2014 50,1 Mio. Menschen in Fitnessstudios trainiert, 9% mehr als noch ein Jahr zuvor. Das Volumen des Fitnessmarktes liegt bei EUR 26,7 Mrd. und übertrifft damit selbst den allgegenwärtigen Profifußball, der ein Volumen von EUR 22,1 Mrd. erreicht. Allerdings sind die Penetrationsraten in den verschiedenen europäischen Staaten sehr unterschiedlich.

TABELLE 8: AUSWAHL EUROPÄISCHER FITNESSMÄRKTE 2014/2015

	Mitglieder in Fitnessseinrichtungen	% Mitglieder zu Gesamtbevölkerung
Deutschland	9.460.000	11,6%
Frankreich	4.960.000	7,5%
Großbritannien	8.300.000	12,9%
Italien	4.740.000	7,8%
Niederlande	2.721.600	16,2%
Österreich	700.000	8,2%
Norwegen	996.460	19,6%
Schweden	1.544.000	16,1%
Schweiz	1.100.000	13,6%

QUELLE: EUROPEACTIVE, DELOITTE, SPHENE CAPITAL

### Fitnessstudio-Training gilt in Deutschland nicht als Gesundheitsförderung

In Deutschland gibt es rund 8.300 Fitnessanlagen, das Marktvolumen liegt bei EUR 4,8 Mrd. Die Anzahl der Mitglieder ist im Jahr 2015 von 9,1 Mio. auf rund 9,5 Mio. angewachsen. Dies ergibt eine Steigerungsrate von 4,2% gegenüber dem Vorjahr. Damit waren im Jahr 2015 11,6% der Bevölkerung (11,2% im Vorjahr) in einem Fitnessstudio angemeldet. In der Altersgruppe von 15 bis 65-Jährigen liegt der Anteil noch höher bei 17,7%. Im Durchschnitt trainieren 1.100 Personen in einem Studio, die dafür einen durchschnittlichen Monatspreis von EUR 45,70 entrichten. Anders als Rehabilitationssport und Funktionstraining dürfen die deutschen Krankenkassen die Mitgliedsbeiträge in den Fitnessstudios nicht als Gesundheitsförderung bezuschussen. Durch Kooperationen können Krankenkassenmitglieder jedoch in einzelnen Studios von besonderen Konditionen profitieren.

Zwischen 2003 und 2015 hat sich die Zahl der Mitglieder der Fitnessstudios in Deutschland von 4,4 auf 9,5 Mio. mehr als verdoppelt. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 8,3%.

### Die Fitnessstudio-Märkte in der Schweiz und Österreich

In der Schweiz liegt die Marktdurchdringung der Fitnessstudios bereits bei 13,6% der Bevölkerung. 1,1 Mio. Menschen in der Schweiz trainieren in rund 1.150 Fitnessstudios. Insgesamt liegt der Jahresumsatz aller Studios bei mehr als CHF 1 Mrd.

Vergleichbare Zahlen können auch in den Nachbarländern Österreich und der Schweiz gemessen werden.

Auch im kleinsten der DACH-Märkte, Österreich, wachsen die Mitgliederzahlen in den Fitnessseinrichtungen stetig. Im Jahr 2015 trainierten in Österreich 700.000 Personen in einem Fitnessstudio oder 4,7% mehr als im Vorjahr. Daraus ergibt sich für Österreich ein Marktvolumen von derzeit rund EUR 390 Mio.

TABELLE 9: LÄNDERVERGLEICH DEUTSCHLAND, ÖSTERREICH UND SCHWEIZ

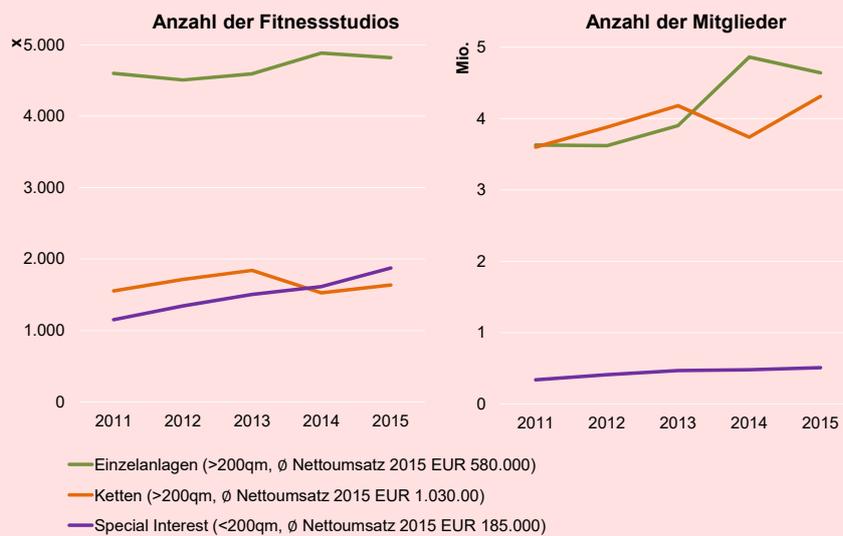
		Deutschland	Österreich	Schweiz
Anzahl der Anlagen	x	8.300		1.150
Anzahl der Mitglieder 2015	Tsd.	9.460	870	1.100
Anteil der Bevölkerung	%	11,6	8,2	13,6
Gesamtumsatz 2015	EUR/CHF Mio.	4.830	389	1.070
Ø Umsatz/Mitglied	EUR/CHF	511	556	973

QUELLE: DSSV, DELOITTE, KREUTZER FISCHER & PARTNER CONSULTING GMBH, EDELHELFER GMBH, SPHENE CAPITAL

**Ketten versus Einzelanlagen und Special Interest Anbieter**

Auf der einen Seite liegen vor allem Zielgruppenstudios, wie Kraftstudios und spezifische Frauenstudios im Trend, die ihre Mitgliederzahlen in Deutschland von 2011 bis 2015 jährlich im Durchschnitt um 10,7% steigern konnten. Auf der anderen Seite besteht zwischen den Anbietern ein harter Preiswettbewerb. Er betrifft vor allem die nicht-spezialisierten Multifunktionsstudios. Deren Umsätze pro Mitglied gingen in Deutschland im Jahr 2015 um knapp 3% zurück.

ABBILDUNG 21: FITNESSSTUDIOS UND MITGLIEDERZAHLEN IN DEUTSCHLAND



QUELLE: DSSV, SPHENE CAPITAL

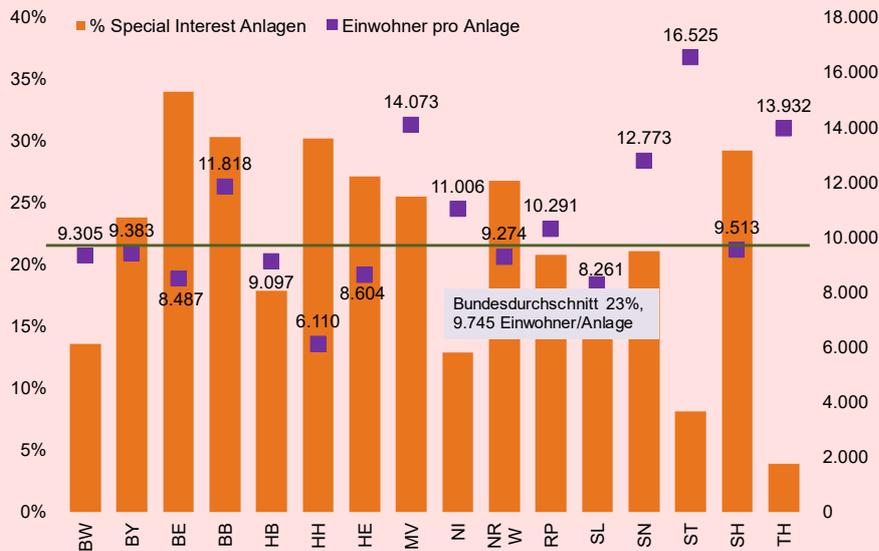
**Diversifizierung des Fitnessstudio-Marktes**

Kennzeichnend für die Marktstruktur sind darüber hinaus

- Ⓢ eine zunehmende Polarisierung des Marktes durch die steigende Anzahl von Discountern, die mit ihren Ketten den Markt erobern, auf der einen Seite und dem Wachstum der Premiumanbieter auf der anderen Seite sowie
- Ⓢ eine Diversifizierung der Angebote. Dabei etablieren sich parallel zu den traditionellen Full Service-Multifunktionsstudios zunehmend Special-Interest-Anbieter mit spezifischen und anspruchsvolleren Trainingsmethoden.

Daneben drängen zunehmend digitale Fitnessstudios in den Markt der Billiganbieter. Per Smartphone, Tablett und Smart TV erreichten die virtuellen Fitnessseinrichtungen im Jahr 2014 358.000 Mitglieder in Deutschland, die mit monatlichen Kosten zwischen EUR 5,00 bis 15,00 nochmals deutlich günstiger als in den Anlagen der Discount-Anbieter trainieren können.

ABBILDUNG 22: BEDEUTUNG DER SPECIAL INTEREST ANLAGEN NACH BUNDESLÄNDERN



QUELLE: DSSV, SPHENE CAPITAL

**Steigende Anzahl von Special Interest Studios**

Das stärkste Mitgliederwachstum verzeichneten in Deutschland in den vergangenen vier Jahren Special Interest-Studios. Seit 2011 stiegen die Mitgliederzahlen im Jahresdurchschnitt um 10,7% an. Im selben Zeitraum erhöhte sich die Studioanzahl um durchschnittlich 13% (CAGR). Dabei bleibt der Mitgliederanteil der Special Interest Einrichtungen gemessen am Gesamtmarkt mit 5,0% zwar weiterhin gering, jedoch stellen sie bereits 22% an der Gesamtheit aller Fitnessstudios in Deutschland. Als einzige Gruppe haben Special Interest-Studios ihren Studio-Anteil damit in den vergangenen Jahren ausgebaut.

ABBILDUNG 23: ENTWICKLUNG DER MITGLIEDERZAHLEN IN DEUTSCHLAND UND ANTEILE

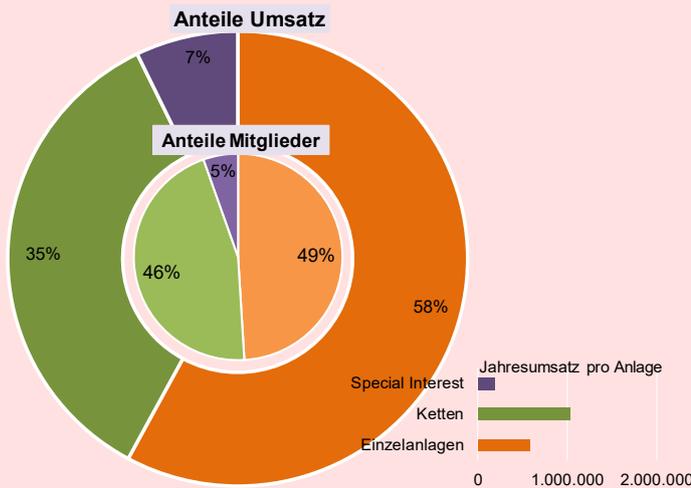


QUELLE: DSSV, SPHENE CAPITAL

**Der scharfe Preiswettbewerb trifft vor allem die Ketten**

Dagegen spiegelt die Statistik insbesondere bei den Ketten mit mindestens fünf Betriebsstätten und Trainingsflächen von mehr als 200 qm den scharfen Preiswettbewerb wider. Zwar ist der Mitgliederanteil der Ketten im vergangenen Jahren auf knapp 46% angestiegen, nach einem Rückgang von 49% im Jahr 2013 auf 41% im Jahr 2014, mit einem Umsatzanteil von 34,9% fließt jedoch nur etwa jeder dritte Euro in die Kassen der Mehrfachanbieter von mindestens fünf Betriebsstätten.

**ABBILDUNG 24: UMSATZ- UND MITGLIEDER-ANTEILE DEUTSCHE FITNESSSTUDIOS; 2015**



QUELLE: DSSV, SPHENE CAPITAL

**Zeitliche Auslastung der Fitness-Anlagen**

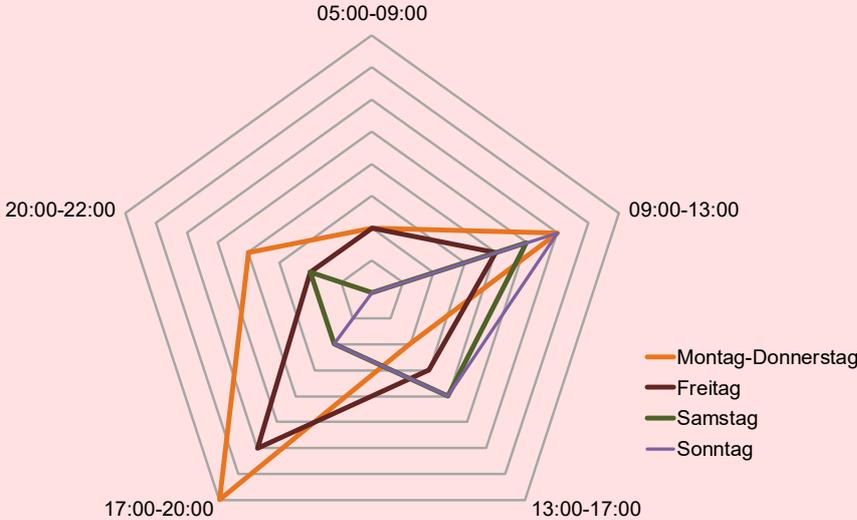
Eine zusätzliche Herausforderung für die Studiobetreiber ist, angesichts hoher Fixkosten für eine anspruchsvolle Geräteausstattung, das Management der schwankenden Auslastungszahlen. Während die Anlagen zu bestimmten Tageszeiten geradezu überrannt werden, bleiben die Geräte über lange Zeiträume nahezu ungenutzt. Zwar unterscheiden sich die Auslastungszeiten je nach Lage und Zielgruppe, trotzdem lassen sich nach unserer Einschätzung einige grundsätzliche Aussagen treffen. So ist unter der Woche vor allem

- Ⓢ der Zeitraum zwischen 17:00 bis 20:00 Uhr bei den meisten Studios stark ausgelastet. In den Vormittagsstunden sind es die Zeiten zwischen 09:00 bis 13:00 Uhr, die vergleichsweise gut besucht sind.
- Ⓢ An den Sonn und Feiertagen liegt der Schwerpunkt der Trainingszeiten vor allem in den späteren Vormittagsstunden und im frühen Nachmittag, während die sehr frühen und späten Zeiten wenig beliebt sind.

**Besseres Auslastungsmanagement durch Kooperationen**

Dies zeigt nach unserer Einschätzung, dass eine gezielte Steuerung der Besuchszeiten erfolgsentscheidend ist. Ansätze, die Wettbewerbsvorteile verschaffen können, sind die Vergabe persönlicher Termine für beaufsichtigtes Training und Beratung oder auch Kooperationen mit anderen Dienstleistern, insbesondere durch Premiumanbieter. Als mögliche Kooperationspartner sehen wir Akteure aus der Gesundheitsbranche wie Ärzte, Physiotherapeuten, Rehabilitationszentren oder einzelne Krankenkassen, aber auch aus anderen Branchen wie Senioreneinrichtungen und Hotels.

ABBILDUNG 25: BESUCHSZEITEN VON FITNESSSTUDIOS



QUELLE: FITNESS MANAGEMENT INTERNATIONAL 05/16, SPHENE CAPITAL

## Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

graceNT ist ein Unternehmen, das sich noch in der Frühphase seiner unternehmerischen Entwicklung befindet. Abgesehen von einigen Übernahmen und Eigengründungen sowie dem Aufbau der Organisation steht bislang noch wenig auf der Habenseite. Insofern ist unsere Finanzprognose auch kurzfristig mit erheblichen Unsicherheiten verbunden.

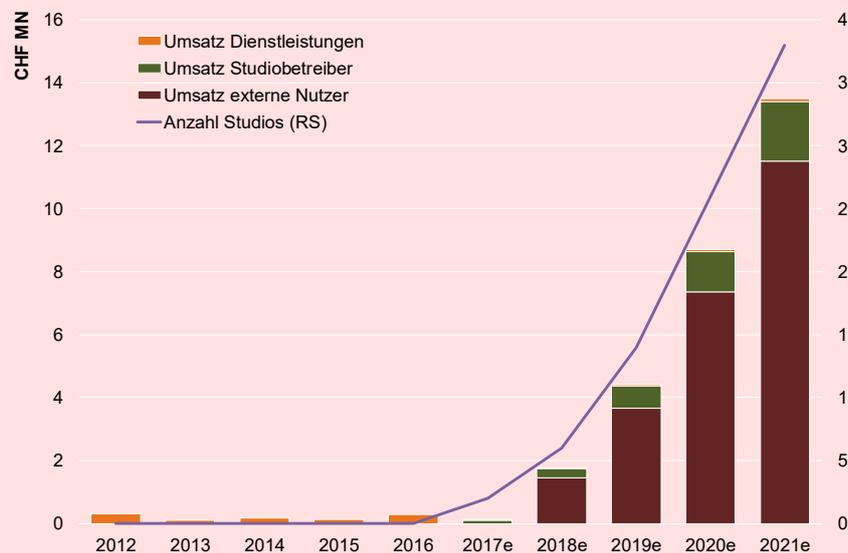
Das Geschäftsmodell von graceNT sieht vor, Fitnessstudiobetreiber bei ihrem Marktauftritt mit eigenem Equipment zu unterstützen. Neben der Vermietung der Fitnessgeräte an die jeweiligen Fitnessstudiobetreiber, Seniorenresidenzen und Firmen bzw. Büros plant graceNT Erlöse aus der Anwerbung externer Studiobenutzer, die anschließend in den von graceNT ausgestatteten Studios trainieren. In kleinem Umfang werden auch Erlöse aus dem Angebot von Trainerstunden generiert. In unseren Mittelfristschätzungen gehen wir von der Eröffnung von sechs bis zwölf Gesundheitszentren pro Jahr bei einer mittleren einstelligen EBIT-Marge aus. Sollte diese Zielsetzung eintreten, würde graceNT im Jahr 2021e nach unseren Prognosen Umsätze von CHF 13,5 Mio. und ein operatives Ergebnis (EBIT) von CHF 2,6 Mio. erwirtschaften.

### Vier bis zwölf Neueröffnungen pro Jahr

Unsere Schätzungen sehen vor, dass graceNT pro Jahr zwischen vier und zwölf Fitnessstudios mit seinem Equipment ausstattet und damit jeweils Leasing- bzw. Pächterlöhne von durchschnittlich CHF 0,2-0,3 Mio. pro Jahr generiert. Die Konzernlöhne werden damit bei Umsetzung des jährlichen Neueröffnungsplanes um durchschnittlich etwa CHF 3 Mio. pro Jahr ansteigen.

Erlöse aus dem Verkauf von Fitness-Hardware werden im Zeitablauf sukzessive an Bedeutung zugunsten von Einnahmen mit externen Studionutzern verlieren, die graceNT anwerben will, damit diese in den von Dritten betriebenen Studios trainieren. Per Saldo rechnen wir damit, dass die Vermietung von Hardware im Jahr 2021e für 14,0% der Gesamtumsätze verantwortlich sein wird; 85,2% der Umsätze werden nach unserer Einschätzung dann mit externen Nutzern der Gesundheitszentren generiert werden.

ABBILDUNG 26: HOHES ORGANISCHES WACHSTUM



Im laufenden Geschäftsjahr 2017e dürfte graceNT nur geringe Erlöse mit Studiobetreibern oder externe Nutzer dieser Gesundheitszentren erwirtschaftet haben. Dies sollte sich jedoch in den kommenden Jahren deutlich ändern. Bis 2021 rechnen wir mit der Ausstattung von insgesamt 38 Gesundheitszentren. Pro Gesundheitszentrum haben wir zwischen 120 und 150 externe Benutzer modelliert. Die je Nutzer generierten Erlöse liegen in unserem Modell bei EUR 145 pro Monat.

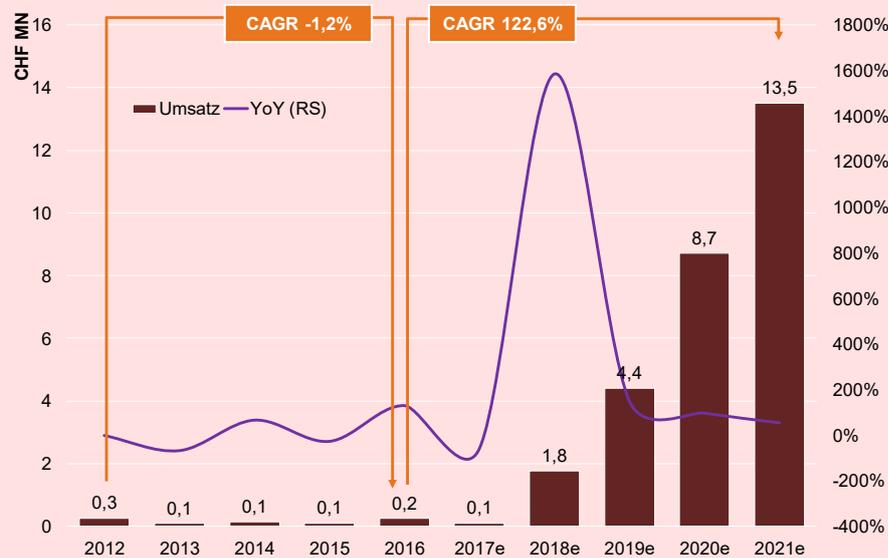
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Bis 2021e Erlösanstieg auf CHF 13,5 Mio.

Bei Umsetzung des von uns erwarteten Akquisitionsplans sollten die Erlöse in den kommenden fünf Jahren auf dann CHF 13,5 Mio. ansteigen. Gegenüber dem Jahr 2015, als lediglich geringe Erlöse aus dem Verkauf von Fitness-Hardware erzielt werden konnten, entspricht dies einem durchschnittlichen jährlichen Umsatz-

wachstum von 122,6%.

ABBILDUNG 27: UMSATZ NACH SEGMENTEN UND ANZAHL STUDIOS



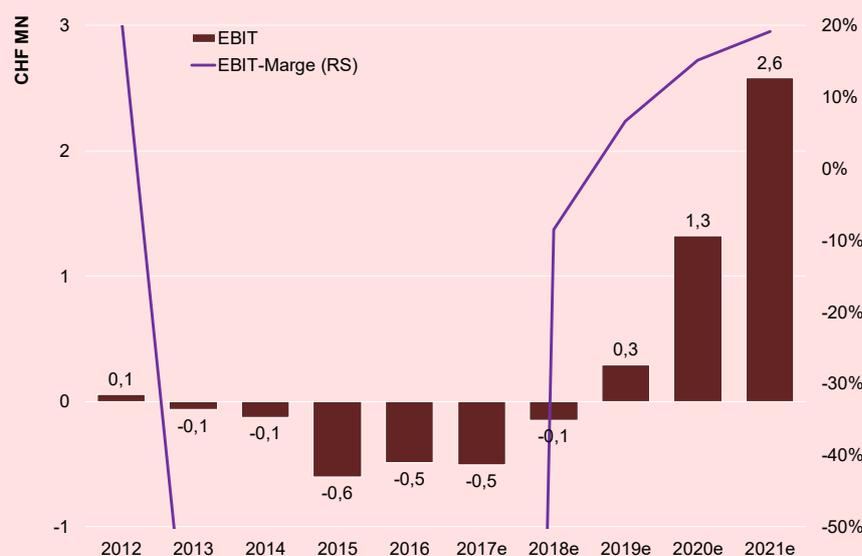
Für die kommenden Jahre modellieren wir die Akquisition von vier bis zwölf Gesundheitsstudiobetreibern pro Jahr, gleichmäßig verteilt auf die einzelnen Quartale. Bis 2021e rechnen wir daher mit einem Anstieg der Erlöse auf dann CHF 13,5 Mio. Gegenüber 2017e, dem ersten Jahr, in dem graceNT Gesundheitszentren als Kunden aufbauen will, entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 122,6%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**EBIT-Marge im unteren zweistelligen Prozentbereich erreichbar**

Wir gehen davon aus, dass durch das graceNT angestrebte Geschäftsmodell mittelfristig EBIT-Margen von knapp 20% zu erzielen sein werden. Überdies basieren unsere Ertragsannahmen auf der Überlegung, dass jedes neu eröffnete Gesundheitszentrum bereits im ersten Jahr einen positiven EBIT-Beitrag leisten wird. Sondereffekte sind in unserem Business Plan nicht enthalten. Per Saldo errechnen wir bis 2021e einen Anstieg des operativen Ergebnisses auf dann CHF 2,6 Mio. Dies entspricht einer operativen Ergebnismarge von 19,1%.

ABBILDUNG 28: EBIT UND EBIT-MARGE



Den Tiefpunkt der operativen Ertragsentwicklung dürfte graceNT im Jahr 2015 erreicht haben. Im Einklang mit der von uns erwarteten Umsatzentwicklung rechnen wir mit einem deutlichen Anstieg des Betriebsergebnisses auf dann CHF 2,6 Mio. (2021e). Dies entspricht einer EBIT-Marge von 19,1%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Bis 2021e Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf CHF 2,1 Mio.**

Wir gehen davon aus, dass zur Ausstattung des Geräteparks eines neu eröffneten Gesundheitszentrums Sachanlageinvestitionen in Höhe von etwa CHF 0,1 Mio. erforderlich sind. Diese werden zu Beginn des Planungshorizonts über die Aufnahme von Bankverbindlichkeiten finanziert, im weiteren Verlauf aus dem freien Cashflow der bestehenden Fitnesszentren.

Damit erwarten wir bis 2021e einen Anstieg des Vorsteuerergebnisses auf dann CHF 2,6 Mio. Unterstellen wir eine durchschnittliche Steuerquote von 20%, dann ergibt sich ein Anstieg des Ergebnisses nach Steuern auf rund CHF 1,9 Mio. Bei einer durchschnittlichen Anzahl ausstehender Aktien von 436.000 entspricht dies einem Ergebnis je Aktie von CHF 4,72 bzw. EUR 4,08.

**TABELLE 10: ENTWICKLUNG WESENTLICHER ERTRAGSKENNZAHLEN**

		2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
EBIT	EUR Mio.	0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	1,1	2,2
EBT	EUR Mio.	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,1	0,2	1,1	2,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,1	0,2	0,9	1,8
EPS	EUR	-0,13	-0,14	-0,36	-0,82	-1,02	-0,33	0,45	2,09	4,08

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Geschätzter Kapitalbedarf von ca. CHF 0,6 Mio.**

Das für die Ausstattung bzw. Belieferung eines Neukunden geschätzte Investitionsvolumen beläuft sich Angaben gemäß auf CHF 0,1 Mio. Investitionen in den Aufbau von Working Capital wurden nicht berücksichtigt.

Nach Ablauf einer vierjährigen Investitionsphase rechnen wir ab 2021e mit einem eingeschwungenen Zustand. Bei von uns unterstellten vier bis zwölf Kundengewinnungen pro Jahr, die mit einem erwarteten durchschnittlichen Mittelabfluss von jeweils CHF 0,2 Mio. verbunden sind, ergibt sich nach unseren Schätzungen in den kommenden fünf Jahren ein gesamter, aktuell nicht gedeckter Kapitalbedarf von insgesamt rund CHF 0,6 Mio. Dieser ist über die Aufnahme von Eigenkapital und Bankverbindlichkeiten zu decken.

**Management Guidance**

Bislang wurde keine Management-Guidance für dieses oder nächstes Geschäftsjahr ausgesprochen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Umsatz</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>4,4</b>	<b>8,7</b>	<b>13,5</b>
YoY	%	-26,3%	130,4%	-57,5%	1584,3%	149,3%	97,6%	55,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bestandsveränderungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betr. Erträge	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Umsatzerlöse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>4,4</b>	<b>8,7</b>	<b>13,5</b>
Materialaufwand	CHF Mio.	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,7
in % der Umsatzerlöse	%	-85,8%	-45,4%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
<b>Rohrertrag</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>4,2</b>	<b>8,3</b>	<b>12,8</b>
in % der Umsatzerlöse	%	14,2%	54,6%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
Personalaufwand	CHF Mio.	-0,1	-0,2	-0,5	-1,2	-2,4	-4,0	-5,9
in % der Umsatzerlöse	%	-138,9%	-65,9%	-493,6%	-67,2%	-53,3%	-46,0%	-43,4%
Sonstige betr. Aufwendungen	CHF Mio.	-0,4	-0,4	0,0	-0,5	-1,3	-2,6	-4,0
in % der Umsatzerlöse	%	-408,5%	-179,4%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
<b>EBITDA</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>
in % der Umsatzerlöse	%	-533,2%	-190,7%	-428,6%	-2,2%	11,7%	19,0%	21,6%
Abschreibungen	CHF Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
<b>EBIT</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>
in % der Umsatzerlöse	%	-562,7%	-198,5%	-481,7%	-8,5%	6,6%	15,2%	19,1%
YoY	%	373,2%	-18,7%	3,0%	-70,4%	n/a	351,9%	95,2%
Erträge aus Beteiligungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinserträge	CHF Mio.	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>
in % der Umsatzerlöse	%	-173,5%	-167,1%	-493,1%	-9,3%	6,5%	15,2%	19,1%
YoY	%	160,4%	121,8%	25,3%	-68,3%	n/a	363,3%	95,2%
EE-Steuern	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5
EE-Steuerquote	%	-2,6%	0,1%	0,0%	0,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%
Sonstige Steuern	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>
Anzahl ausstehender Aktien	1.000	0,436	0,436	0,436	0,436	0,436	0,436	0,436
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>CHF</b>	<b>-0,42</b>	<b>-0,95</b>	<b>-1,19</b>	<b>-0,38</b>	<b>0,52</b>	<b>2,43</b>	<b>4,74</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,36</b>	<b>-0,82</b>	<b>-1,02</b>	<b>-0,33</b>	<b>0,45</b>	<b>2,09</b>	<b>4,08</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Sachanlagen</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>
Grundstücke	CHF Mio.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Technische Anlagen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Anlagen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,5	1,2	2,2	3,3
Geleistete Anzahlungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanzanlagen</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	CHF Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beteiligungen	CHF Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen an Beteiligungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Ausleihungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,2</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vorräte	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,7	1,0
DIO	d	149	105	823	741	666	600	540
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	CHF Mio.	0,1	0,2	0,1	0,7	1,0	1,4	1,5
DSO	d	271	306	274	137	82	58	40
Sonstige Forderungen	CHF Mio.	0,2	0,1	0,0	0,3	0,6	1,1	1,6
Kasse	CHF Mio.	0,1	0,2	0,3	0,1	0,2	0,5	1,1
Rechnungsabgrenzungsposten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,6</b>	<b>6,2</b>	<b>8,7</b>
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>
Eigenkapitalquote	%	76,6%	67,6%	9,4%	-5,2%	3,5%	19,0%	37,1%
Gezeichnetes Kapital	CHF Mio.	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kapitalrücklage	CHF Mio.	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Gewinnrücklagen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn-Verlustvortrag	CHF Mio.	-0,1	-0,3	-0,7	-1,3	-1,4	-1,2	-0,1
Jahresüberschuss	CHF Mio.	-0,2	-0,4	-0,5	-0,2	0,2	1,1	2,1
Eigene Aktien	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rückstellungen</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Steuerrückstellungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,5	0,6	0,3	0,0	0,0
davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	CHF Mio.	0,1	0,3	0,1	1,4	3,2	5,0	5,4
Tage	d	255	370	261	287	258	206	144
Sonstige Verbindlichkeiten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	CHF Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
<b>Bilanzsumme</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,6</b>	<b>6,2</b>	<b>8,7</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>32,6%</b>	<b>40,6%</b>	<b>33,3%</b>	<b>38,0%</b>	<b>39,2%</b>	<b>39,4%</b>	<b>39,9%</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	%	<b>0,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>12,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>31,7%</b>	<b>35,9%</b>	<b>37,4%</b>	<b>38,5%</b>
Grundstücke	%	12,8%	0,0%	15,0%	5,1%	2,8%	1,6%	1,1%
Technische Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	26,6%	33,1%	35,8%	37,4%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>19,8%</b>	<b>33,7%</b>	<b>18,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,4%</b>
Anteile an verbundenen Unternehmen	%	19,8%	17,0%	18,3%	6,3%	3,3%	2,0%	1,4%
Ausleihungen an verbundene Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen	%	0,0%	16,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ausleihungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Ausleihungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>60,3%</b>	<b>58,5%</b>	<b>65,3%</b>	<b>61,4%</b>	<b>60,3%</b>	<b>60,3%</b>	<b>59,8%</b>
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vorräte	%	6,2%	3,8%	1,8%	9,4%	11,2%	11,6%	11,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	%	13,1%	24,5%	12,0%	34,7%	27,7%	22,3%	17,3%
Sonstige Forderungen	%	29,9%	8,5%	3,3%	13,3%	16,0%	17,5%	18,4%
Kasse	%	11,1%	21,6%	48,2%	4,0%	5,3%	8,8%	12,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	7,1%	0,9%	1,5%	0,7%	0,5%	0,3%	0,3%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>						
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>76,6%</b>	<b>67,6%</b>	<b>9,4%</b>	<b>-5,2%</b>	<b>3,5%</b>	<b>19,0%</b>	<b>37,1%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	70,7%	52,8%	68,0%	23,3%	12,5%	7,3%	5,2%
Kapitalrücklage	%	58,7%	100,8%	129,8%	44,5%	23,8%	13,9%	9,9%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinn-Verlustvortrag	%	-23,3%	-37,9%	-	-64,6%	-39,1%	-19,1%	-1,5%
Jahresüberschuss	%	-29,5%	-48,2%	-77,7%	-8,5%	6,3%	16,9%	23,6%
Eigene Aktien	%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Rückstellungen</b>	%	<b>0,0%</b>						
Steuerrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Verbindlichkeiten</b>	%	<b>14,9%</b>	<b>29,8%</b>	<b>86,4%</b>	<b>103,4%</b>	<b>95,2%</b>	<b>80,0%</b>	<b>61,9%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	2,5%	0,0%	75,0%	30,9%	8,3%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	%	12,3%	29,6%	11,4%	72,5%	87,0%	80,0%	61,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	8,6%	2,5%	4,2%	1,9%	1,3%	1,0%	0,9%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>						

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	CHF Mio.	-0,2	-0,4	-0,5	-0,2	0,2	1,1	2,1
Abschreibungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Ergebnis aus dem Abgang von AV	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	CHF Mio.	0,0	-0,1	0,1	-0,6	-0,3	-0,4	-0,1
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	CHF Mio.	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5
Δ Aktive RaP / latente Steuern	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	CHF Mio.	0,1	0,2	-0,2	1,3	1,8	1,8	0,4
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonderposten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	CHF Mio.	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
Investitionen in Finanzanlagen	CHF Mio.	-0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in IAV	CHF Mio.	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in SAV	CHF Mio.	0,0	0,1	-0,2	-0,6	-0,9	-1,4	-1,4
Sonstige operative Anpassungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>
Δ Grundkapital	CHF Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	CHF Mio.	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,5	0,1	-0,3	-0,3	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen: Zuschüsse	CHF Mio.	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	CHF Mio.	-0,1	0,1	0,1	-0,2	0,1	0,4	0,5
Währungsanpassungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	CHF Mio.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,2	0,5
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick I, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	1,5	3,8	7,5	11,6
Rohertrag	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	1,4	3,6	7,1	11,1
EBITDA	EUR Mio.	-0,5	-0,4	-0,4	0,0	0,4	1,4	2,5
EBIT	EUR Mio.	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	1,1	2,2
EBT	EUR Mio.	-0,2	-0,4	-0,4	-0,1	0,2	1,1	2,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,2	-0,4	-0,4	-0,1	0,2	0,9	1,8
Anzahl Mitarbeiter		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	7,50	30,00	29,50	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Tief	EUR	6,40	25,00	2,80	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Durchschnitt	EUR	7,29	29,03	12,56	n/a	n/a	n/a	n/a
Kurs Schlusskurs	EUR	6,40	30,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
EPS	EUR	-0,36	-0,82	-1,02	-0,33	0,45	2,09	4,08
BVPS	EUR	0,93	1,15	0,12	-0,20	0,25	2,34	6,43
CFPS	EUR	-0,51	-0,98	-0,86	0,56	2,63	4,00	3,79
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							10,10
Performance bis Kursziel	%							102,0%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	-533,2%	-190,7%	-428,6%	-2,2%	11,7%	19,0%	21,6%
EBIT-Marge	%	-562,7%	-198,5%	-481,7%	-8,5%	6,6%	15,2%	19,1%
EBT-Marge	%	-173,5%	-167,1%	-493,1%	-9,3%	6,5%	15,2%	19,1%
Netto-Marge	%	-169,0%	-167,2%	-493,1%	-9,3%	5,2%	12,1%	15,3%
FCF-Marge	%	-310,1%	-269,9%	-347,0%	-19,4%	9,4%	7,5%	4,1%
ROE	%	-38,5%	-71,3%	-830,0%	161,2%	180,6%	89,3%	63,6%
NWC/Umsatz	%	40,0%	-4,5%	15,2%	-31,2%	-39,5%	-33,0%	-21,4%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Pro-Kopf-EBIT	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Capex/Umsatz	%	-8,6%	24,0%	-148,3%	-35,5%	-20,7%	-15,7%	-10,1%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	-26,3%	130,4%	-57,5%	1584,3%	149,3%	97,6%	55,0%
Rohertrag	%	-66,4%	787,5%	-26,2%	1584,3%	149,3%	97,6%	55,0%
EBITDA	%	462,0%	-17,6%	-4,6%	-91,4%	n/a	221,4%	76,0%
EBIT	%	373,2%	-18,7%	3,0%	-70,4%	n/a	351,9%	95,2%
EBT	%	160,4%	121,8%	25,3%	-68,3%	n/a	363,3%	95,2%
Nettoergebnis	%	153,6%	127,9%	25,2%	-68,3%	n/a	363,3%	95,2%
EPS	%	153,6%	127,9%	25,2%	-68,3%	n/a	363,3%	95,2%
CFPS	%	41,1%	93,2%	-12,4%	n/a	368,0%	52,3%	-5,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,5	1,1	2,0	2,9
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,3	0,4	0,4	1,0	1,9	3,2	4,5
Eigenkapital	EUR Mio.	0,4	0,5	0,1	-0,1	0,1	1,0	2,8
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,1	0,2	0,5	1,7	3,0	4,3	4,7
EK-Quote	%	76,6%	67,6%	9,4%	-5,2%	3,5%	19,0%	37,1%
Gearing	%	-11,2%	-32,0%	286,9%	-512,9%	84,1%	-46,4%	-33,8%
Net Working Capital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,5	-1,5	-2,5	-2,5
Asset Turnover	x	0,2	0,3	0,2	0,9	1,2	1,4	1,5
EBITDA-ICR	x	-42,9	-67,4	-37,5	-2,7	71,6	n/a	n/a
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	436	436	436	436	436	436	436
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	3,3	13,1	12,9	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	2,8	10,9	1,2	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	3,2	12,6	5,5	n/a	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	2,8	13,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,2	0,5	0,1	-0,5	-0,9
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	3,2	12,9	13,0	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	2,7	10,7	1,4	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	3,1	12,5	5,6	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	2,7	12,9	2,3	2,6	2,3	1,7	1,2
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	34,84	60,58	143,74	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	29,66	50,36	15,19	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	33,85	58,60	62,18	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	29,66	60,58	25,78	1,72	0,60	0,23	0,11
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,1	1,2	0,5
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	9,0	1,5	0,6
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	11,1	2,4	1,2
KBV Schlusskurs	x	6,9	26,1	40,5	n/a	20,0	2,1	0,8
FCF-Yield	%	-10,3%	-4,4%	-14,4%	-13,6%	16,5%	26,0%	21,7%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-0,2	-0,4	-0,4	0,2	1,1	1,7	1,7
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,8	-1,2	-1,2
Free Cashflow	EUR Mio.	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	0,4	0,6	0,5
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,2	0,7	0,4	0,1	-0,3	-0,3	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

# DCF-Modell

		2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TV
<b>Umsatz</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>4,4</b>	<b>8,7</b>	<b>13,5</b>	<b>18,0</b>	<b>21,2</b>	<b>23,1</b>	<b>24,0</b>	<b>24,4</b>	<b>24,6</b>	<b>24,7</b>	<b>24,9</b>	<b>25,0</b>	<b>25,2</b>	<b>25,3</b>
YoY	%	-57,5%	n/a	149,3%	97,6%	55,0%	33,2%	18,0%	8,7%	3,8%	1,7%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	CHF Mio.	-0,5	-0,1	0,3	1,3	2,6	3,2	3,4	3,4	3,1	2,8	2,5	2,1	1,8	1,4	1,0	1,3
EBIT-Marge	%	-481,7%	-8,5%	6,6%	15,2%	19,1%	17,6%	16,1%	14,6%	13,1%	11,6%	10,1%	8,6%	7,1%	5,6%	4,1%	5,0%
Steuern	CHF Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3
Steuerquote (τ)	%	0,0%	0,0%	19,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>
Reinvestment	CHF Mio.	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-1,3	-2,0	-2,5	-2,6	-2,2	-1,5	-1,0	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,1
<b>FCFF</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>
NOL	CHF Mio.	1,0	1,1	0,9	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
Diskontierungssatz	%	100,0%	109,6%	84,0%	77,0%	70,5%	64,8%	59,8%	55,3%	51,4%	47,9%	44,7%	41,9%	39,5%	37,2%	35,3%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	11,1%															
Barwert Terminal Value	CHF Mio.	1,8															
in % des Enterprise Value	%	35,9%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	CHF Mio.	0,9															
in % des Enterprise Value	%	18,0%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	CHF Mio.	2,3															
in % des Enterprise Value	%	46,1%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>4,9</b>															
Finanzschulden	CHF Mio.	0,0															
Excess Cash	CHF Mio.	0,2															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>5,1</b>															
Anzahl Aktien	Mio.	0,4															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>1,10</b>															



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

**Disclaimer**

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

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

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

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

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

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

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

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

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

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

**Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung**

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

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

**Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:**

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

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

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

Datum/Uhrzeit	Kursziel/Aktueller Kurs	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
24.10.2017/15:40 Uhr	EUR 10,10/EUR 5,00	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2, 8
09.01.2017/08:45 Uhr	EUR 60,00/EUR 29,50	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2, 8

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

**Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:**

**Informationsquellen**

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

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

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

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

**Erklärung Compliance**

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

**Erklärung der Ersteller der Studien**

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

Diese Studie wurde am 24.10.2017 um 15:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 5,00.