

Polen – Auf der Suche nach Chancen in Europas unterschätztem Wachstumsmotor



Abbildung 1: Der Kultur- und Wissenschaftspalast in Warschau sowie Zentral- und Osteuropas größtes Finanzzentrum im Hintergrund.

“The intelligent investor is a realist who sells to optimists and buys from pessimists.”- Benjamin Graham

Nachdem das Reisen wieder einfacher geworden ist, **haben wir kürzlich die zweite Research-Reise in diesem Jahr absolviert**, nachdem wir im Juli bereits Unternehmen in Georgien besucht haben.

Dieses Mal verbrachten wir fast eine Woche in der polnischen Hauptstadt Warschau und trafen uns mit mehreren unserer Portfolioholdings und potenziell interessanten neuen Investmentkandidaten, um Erkenntnisse vor Ort zu sammeln und ein Gefühl dafür zu bekommen, wie sich die Unternehmen entwickeln, seit die Welt die Einschläge der Pandemie langsam hinter sich lässt.

Unsere Firmenmeetings umfassten Namen wie Polski Bank Komórek Macierzystych (PBKM), Asseco South Eastern Europe, Comp, Medicalgorithmics und OncoArendi.

Auch wenn Deutschland und Polen sich eine Grenze teilen, **ist vielen Deutschen und wahrscheinlich auch anderen Westeuropäern vermutlich nicht klar, welche dramatisch positive Veränderung unser Nachbarland seit Anfang der 1990er Jahre erlebt hat.**

Daher möchten wir die Gelegenheit nutzen, **um einige Einblicke in Polen’s Wirtschaft und Aktienmarkt sowie eine Übersicht zu zwei polnischen Portfolioholdings** des Lacuna Global Health Fund zu geben: **PBKM und Medicalgorithmics.**

LACUNA | On Site | Polen

Hintergrund.....	1
Wirtschaft und Aktienmarkt in Polen – Ein kurzer Überblick	2
Meetings mit polnischen Unternehmen	5
Polski Bank Komórek Macierzystych (PBKM)	5
Medicalgorithmics	10

Hintergrund

Wie das Zitat am Anfang des Artikels andeutet, suchen wir als Value-Investoren nach Chancen in Branchen oder Märkten, die in Bezug auf die Anlegerstimmung und Optimismus bezüglich ihrer Zukunft nicht gerade am Höhepunkt stehen. Wenn in einer bestimmten Branche oder Aktienmarkt alles gut läuft, sind Anleger oftmals dazu bereit ungerechtfertigt hohe Preise für zukünftige Cashflows bestimmter Unternehmungen zu bezahlen, wogegen ebenso tendenziell akzeptiert wird Vermögenswerte unter Wert zu verkaufen, sollten sich die Geschäftsaussichten für eine bestimmte Zeit eintrüben. Chancen, die sich daraus ergeben, wollen wir natürlich nutzen. **Wir haben in den letzten 2-3 Jahren mehrere solcher Möglichkeiten in Polen gefunden und glauben, dass der Markt immer noch ein gutes Terrain für die Suche nach attraktiv bewerteten Unternehmen bietet**, insbesondere im Small- und Mid-Cap-Segment.

Nachdem das Reisen wieder einfacher geworden ist, haben wir dieses Jahr eine zweite Research-Reise absolviert, nachdem wir im Juli bereits Unternehmen in Georgien besucht haben. Dieses Mal **verbrachten wir fast eine Woche in der polnischen Hauptstadt Warschau und trafen uns mit mehreren unserer Portfolioholdings und potenziell interessanten neuen Investmentkandidaten, um Erkenntnisse vor Ort zu sammeln und ein Gefühl dafür zu bekommen, wie sich die Unternehmen entwickeln, seit die Welt die Einschläge der Pandemie langsam hinter sich lässt**. Unsere Firmenmeetings und Besuche vor Ort umfassten Namen wie Polski Bank Komórek Macierzystych (PBKM), Asseco South Eastern Europe, Comp, Medicalgorithmics und OncoArendi.

Positiv überrascht hat uns auch das Stadtbild Warschaus, in dem viele moderne Neubauten aus dem Boden gestampft werden und die Skyline der Innenstadt zunehmend von Wolkenkratzern dominiert wird, die das größte Wirtschafts- und Finanzzentrum Mitteleuropas beherbergen. Auch wenn Deutschland und Polen sich eine Grenze teilen, ist vielen Deutschen und wahrscheinlich auch anderen Westeuropäern nicht klar, welche dramatisch positive Veränderung unser Nachbarland seit Anfang der 1990er Jahre erlebt hat.

Daher möchten wir die Gelegenheit nutzen, **um einige Einblicke in Polen's Wirtschaft und Aktienmarkt sowie eine Übersicht zu zwei polnischen Portfolioholdings** des Lacuna Global Health Fund zu geben: **PBKM und Medicalgorithmics**.

Wirtschaft und Aktienmarkt in Polen – Ein kurzer Überblick

Zur Einordnung werden wir eine Reihe wichtiger **Fakten und Datenpunkte zu Polens Wirtschaft und Aktienmarkt** präsentieren. Für detailliertere Informationen zur Geschichte und Entwicklung der polnischen Wirtschaft und des Kapitalmarktes empfehlen wir einen Blick auf das Material von [Swen Lorenz](#) und [Adrian Kowollik](#) zu werfen.

- Seit dem Ende seiner kommunistischen Ära hat Polen eine beeindruckende wirtschaftliche Entwicklung hingelegt. Mit einem nominalen BIP von 580 Mrd. USD, ist das Land die **siebtegrößte Volkswirtschaft in der EU und die größte in Mittel- und Osteuropa (CEE)**. Während **Polens BIP/Kopf zwischen 1990 und 2020 um beeindruckende 9x auf 15.600 USD (7,6% CAGR) gestiegen ist** und nach Anpassung der Kaufkraftparität sogar auf gleicher Ebene mit Ländern wie Portugal, Slowenien oder Spanien liegt, ist die Kontinuität des ökonomischen Wachstums beeindruckend. **Seit Anfang der 1990er Jahre erlebt Polen, abgesehen der pandemiebedingten Rezession im Jahr 2020, jedes Jahr eine wirtschaftliche Expansion.** [Eine entsprechende Analyse von McKinsey](#) identifiziert die dynamische Exportwirtschaft, starke Binnennachfrage, Produktivitätsverbesserungen, ausländische Direktinvestitionen (FDI) und Wirtschaftshilfe, durch den Zufluss von EU-Mitteln, als Schlüsselkomponenten für das Wirtschaftswachstum und die Verbesserung des polnischen Lebensstandards auf das Niveau von Ländern mit mittlerem Einkommen. Nach einem Rückgang des BIP um 2,7% im Jahr 2020 erholt sich die **Wirtschaft bereits wieder deutlich und wird laut PAP Biznes sowohl 2021 als auch 2022 ein Wachstum von >5% erbringen.**

Von einem der ärmsten europäischen Länder zu Beginn der Postkommunismus-Ära zu einer aufstrebenden Nation mit mittlerem Einkommen und der siebtgrößten Wirtschaft in der EU und der größten in Mittel- und Osteuropa innerhalb von nur 30 Jahren.

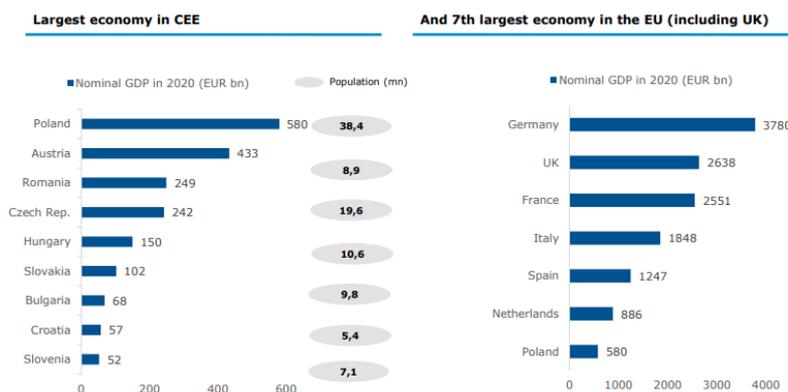


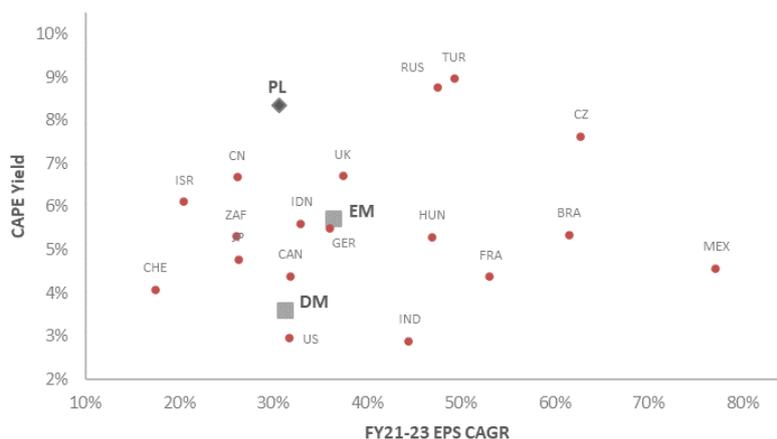
Abbildung 2: Warschauer Börse, Oktober 2021 Investorenpräsentation

- Polen hat im Vergleich zu anderen CEE-Ländern einen gut entwickelten und großen Aktienmarkt. Das liegt daran, dass polnische Banken in der Vergangenheit sehr konservative Unternehmenskreditgeber waren und die polnische VC/PE-Industrie noch recht klein und unausgereift ist, **was letztendlich die Bedeutung des Aktienmarktes für die Finanzierung erhöht.** Zuletzt gab es **740 börsennotierte inländische Unternehmen mit einer aggregierten Marktkapitalisierung von nur rund ca. 140 Mrd. USD (Market CAP/GDP von 25%).**

Aufgrund konservativerer Kreditvergabe und geringerer VC/PE-Aktivitäten ist der polnische Aktienmarkt für die Finanzierung lokaler Unternehmen von entscheidender Bedeutung.

379 Unternehmen sind am Hauptparkett der Warschauer Börse gelistet, während 361 Firmen im NewConnect-Segment für Nebenwerte gelistet sind. Letzterer ist ein weniger stark regulierter Markt, designed für SME Unternehmen. Der **polnische Aktienmarkt erlebte im Zeitraum 2001-2007 einen Boom**. Der WIG-Hauptmarktindex vervielfachte seinen Wert um einen Faktor von 6 - **kurz bevor er von seinem Hoch im Juni 2007 bis in das Jahr 2009 um >60% korrigierte**. Erst 14 Jahre später wurde, getragen durch eine starke +30% Jahresperformance, ein **neues Allzeithoch in 2021 erreicht**. Ungeachtet dessen, dass **polnische Unternehmen** in den letzten zehn Jahren von der breiteren Anlegergemeinschaft vernachlässigt und gemieden wurden, **steigerten sie ihre Gewinne weiter, was eine Kompression der Marktbewertung auf absolut und relativ attraktive Level begünstigte**. Selbst nach einer starken Rally von den März 2020 Tiefstständen (ca. 82% Performance seitdem), welche durch die Pandemie bedingte Marktkorrektur erreicht wurde, erscheint uns der polnische Aktienmarkt im Vergleich mit anderen Märkten weltweit immer noch als attraktiv. Verwendet man die CAPE-Ratio als langfristige fundamentale Bewertungsgröße (Grafik unten verwendet $1/CAPE$) sind **polnische Aktien deutlich günstiger bewertet als die meisten Pendants aus Industrie- und Schwellenländern**, während das erwartete kurzfristige Gewinnwachstum nicht wesentlich unter dem Durchschnitt der Vergleichswerte liegt. Folglich sollte das aktuelle Bewertungsniveau des polnischen Markts einen **vielversprechenden Ausgangspunkt für vernünftige absolute und attraktive relative langfristige Renditegenerierung**, in einer Welt gespickt mit aufgeblähten Bewertungen und anämischen Renditeerwartung über verschiedenste Asset-Klassen hinweg, bieten. Wir glauben, dass insbesondere das **Small- und Mid-Cap Segment ein vielversprechendes Terrain** für Einzeltitel-Investoren darstellt. Diese Einschätzung bedingt sich durch eine geringere Markteffizienz aufgrund lückenhafter Sellside-Coverage, geringerer Liquidität, verbesserungswürdiger Anlegerkommunikation und einer weniger entwickelten institutionellen Anlegergemeinschaft.

Nach einem Aktienmarktboom zwischen 2001 und 2007 und einem anschließenden Markteinbruch in Folge der Weltwirtschaftskrise, dauerte es 14 Jahre, bis der Markt das Allzeithoch von 2007 übertraf. Die schwache relative Performance führte dazu, dass die Anleger den polnischen Markt vernachlässigten, während die Unternehmen ihre Gewinne weiter steigerten und das relative Bewertungsniveau des Marktes auf attraktive Level korrigierte.



Polnische Aktien erscheinen billiger als die in den meisten anderen Schwellenländern, während das kurzfristige Gewinnwachstum nicht sonderlich unter dem Durchschnitt liegt.

Abbildung 3: Eigenes Bild. Daten von Citi Research, Worldscope, MSCI, Factset. Daten zusammengestellt auf der Grundlage von Unternehmen im MSCI AC World Index.

- Wir glauben, dass **zwei potenzielle Katalysatoren zukünftig als Rückenwind für Marktbewertung, Liquidität und Anlegerinteresse** dienen könnten:

- 1) **Eine Reform des Rentensystems führte zur Einführung von „Employee Capital Plans“ (PPK)** Ein ergänzendes System zur privaten Altersvorsorge, welches auf Beiträgen von Arbeitgebern, öffentlicher Hand und Angestellten (optional) basiert – vergleichbar mit dem UK Workplace Rentensystem. Die AUM der PPKs haben bereits 5,3 Mrd. PLN überschritten. In einem Szenario, in dem die Beteiligungsquote von 22% im Jahr 2022 auf 35% im Jahr 2030 steigt, sollten periodische Käufe durch die PPKs **Zuflüsse in polnische Aktien i.H.v. 1,9 Mrd. PLN im Jahr 2022 bedingen**. Darüber hinaus werden **2,5 Mrd. PLN im Jahr 2023 und mehr als 3 Mrd. PLN ab 2025 erwartet**.

Eine Reform des Rentensystems und die Rückkehr polnischer Privatanleger an den lokalen Aktienmarkt, könnten als Rückenwind für Marktbewertung und Liquidität dienen.

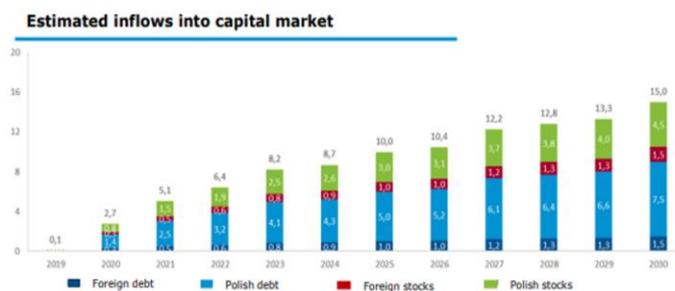


Abbildung 2: Warsaw Exchange, October 2021 Investor Presentation.

- 2) **Das lokale Niedrigzinsumfeld (Benchmark Rate: 0,5%) sollte zu einem steigenden Interesse polnischer Retail-Investoren an Aktien führen.** Die polnische Bevölkerung hat in den letzten zwei Jahrzehnten einen kontinuierlichen Haushaltsvermögenszuwachs erfahren. Die Polen halten jedoch noch immer fast **80% ihrer Ersparnisse in Anlagen mit geringer (bzw. keiner) Rendite**. Da die Inflation im Jahresvergleich zuletzt fast 6% betrug, **sollten Privatanleger dazu neigen, ihr Sparverhalten direkt oder indirekt (über Fonds) hin zu höher rentierlichen Anlagen wie Aktien zu verlagern**. Diese ermöglichen nicht nur den Erhalt, sondern eine Steigerung der realen Kaufkraft über die Zeit hinweg. **Bereits im Jahr 2020 war eine Rückkehr von Privatanlegern an den Markt zu beobachten**, die 25% des Handelsvolumens am GPW-Hauptmarkt generierten (2015: 12 %).

Angesichts des Niedrigzinsumfelds, bisher überkonservativen Sparverhaltens und erhöhter Inflation, erscheint strukturelles Wachstum der Vermögensallokation gegenüber lokalen Aktien als einzig logische Konsequenz.

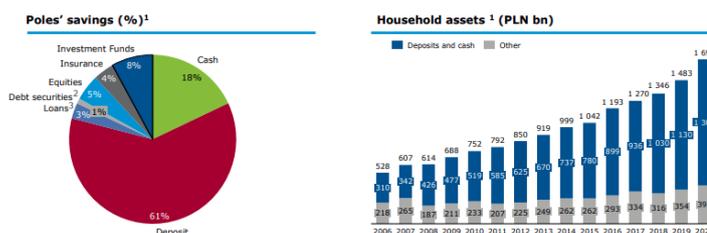


Abbildung 5: Warsaw Exchange, October 2021 Investor Presentation.

Meetings mit polnischen Unternehmen

Wir haben uns während unseres Aufenthalts mit mehreren Unternehmen getroffen, möchten jedoch **zwei Portfolioholdings** des Lacuna Global Health Fund hervorheben und einen kurzen Überblick geben.

Polski Bank Komórek Macierzystych (PBKM)

PBKM ist eine langjährige und gleichzeitig eine unserer größten Positionen im Fonds. Die 2002 gegründete PBKM mit Hauptsitz in Warschau war **eine der ersten Stammzellbanken Polens.** Ab 2006 begann das Unternehmen dessen Präsenz über die Grenzen Polens hinaus auszudehnen und entschied sich unter der Marke FamiCord Group am Markt aufzutreten.

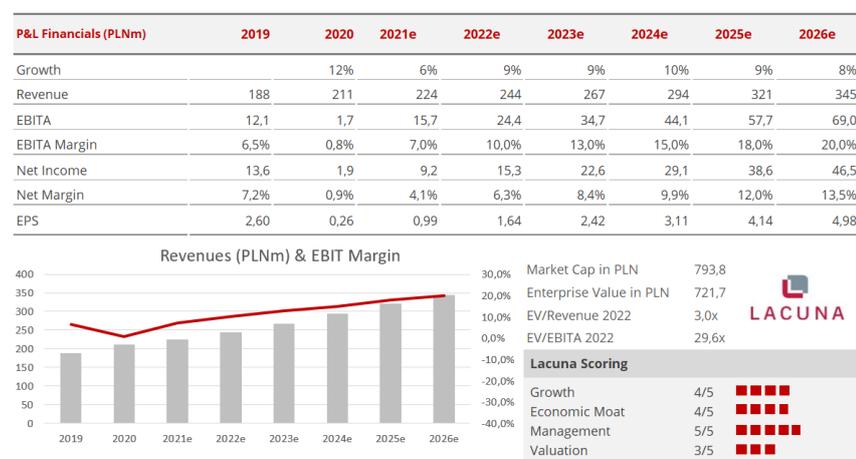


Abbildung 3: Own image. Capital IQ und Lacuna Estimates.

Im GJ20 erwirtschaftete PBKM einen Umsatz von 211 Mio. PLN und ein EBITDA von 22 Mio. PLN, welche durch 2 operative Segmente generiert wurden:

- 1) **Stem Cell Banking** – Umsatz 193 Mio. PLN, EBITDA 35 Mio. PLN.

Die Gewinnung, Aufbereitung und Lagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut (UCB = umbilical cord blood) und Gewebe ist das Kerngeschäft des Unternehmens.

Aber warum ist es überhaupt sinnvoll, Stammzellen aus UCB zu extrahieren und dann über einen Kryokonservierungsansatz mit Stickstofftanks einzulagern? **Wir betrachten es als eine Art zusätzliche „Worst-Case“-Versicherung, die privilegierte Eltern/Großeltern für ein Neugeborenes abschließen,** um die Überlebenschancen des Neugeborenen zu verbessern, falls es an seltenen und schweren Erkrankungen wie Leukämie, Lymphom, Herzversagen, neuronalen Störungen, Autoimmunkrankheiten, Immunschwäche, Stoffwechsel- oder genetischen Störungen erkrankt. Nabelschnurblut ist reich an hämatopoetischen Stammzellen (HSC), während Nabelschnurgewebe reich an mesenchymalen Stammzellen (MSC) ist. **UCB-Stammzellen sind eine bevorzugte Quelle für Transplantationsverfahren und werden bei solchen Anwendungen zunehmend als Alternative zu allogenen Stammzellen verwendet, die aus**

Knochenmark und peripherem Blut anderer erwachsener Menschen gewonnen werden. Der anhaltende rasante wissenschaftliche Fortschritt im Bereich der regenerativen Medizin und eine zunehmende Zahl von Therapieansätzen auf Basis autologer Stammzellen erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass der Mehrwert aus der Lagerung von aus UCB gewonnenen Stammzellen bei privaten Nabelschnurblutbanken im Laufe der Zeit signifikant steigen wird.

Während PBKM sowohl B2B- als auch B2C-Kunden bedient, **ist das B2C-Banking der klare Ertragstreiber für die Gruppe.** PBKM bietet seine B2C-Stammzellenbankservices über **zwei verschiedene Zahlungsmodelle an – Prepaid- und Abonnementverträge**, wobei beide eine Vorauszahlung im Zusammenhang mit der Sammlung und Aufbereitung von Stammzellen in jedem Fall erfordern (jedoch in der Höhe differiert). Bei den Prepaid-Verträgen zahlt der Kunde die Lagergebühren bezogen auf eine bestimmte Speicherdauer von typischerweise 18-25 Jahren im Voraus. Im Abonnementvertrag bezahlt der Kunde die Aufbewahrung einer Probe in jährlichen Raten. Während das Prepaid-Geschäft aus Sicht des Mittelzuflusses vorteilhafter erscheint, **erhöht ein größerer Anteil von Abonnementkunden durch den wiederkehrenden Ertragscharakter der Lagergebühren die operative Stabilität.** Kürzlich bestanden rund **36 % des B2C-Kundenstamms von PBKM** (ca. 130k Proben) **aus Abonnementverträgen, was einen wiederkehrenden Umsatz aus Lagerung von 49 Mio. PLN impliziert** (11 Mio. EUR, ca. 26% des GJ20 Segmentumsatzes).

Was wir am B2C-Stammzellbankgeschäft generell schätzen ist eine **hohe Kundenbindung.** Im Fall von PBKM beträgt der **jährliche Churn im B2C-Kundenstamm gerade einmal rund 1%.**

2) **Advanced Therapy Medicinal Products (ATMP)** - Umsatz 18 Mio. PLN, EBITDA -13 Mio. PLN.

Das Unternehmen hat dieses Geschäft im Zeitraum 2014/2015 initiiert und von Grund auf neu entwickelt. In diesem Segment beschäftigt sich **PBKM mit der Auftragsherstellung von Arzneimitteln für Zell-/Gentherapien** anderer Pharma-/Biotech-Player (z. B. bestehender Vertrag mit NextCell Pharma und demnächst mit Dystrogen) **sowie mit proprietärer Arzneimittel-/Therapieforschung in Relation zu UCB-Stammzellen oder -gewebe.** Die erfolgreiche Etablierung neuer therapeutischer Ansätze **könnte das Anwendungsspektrum für Nabelschnurblut und -gewebe erweitern** und sich somit langfristig als **positiv für die Penetrationsraten und das organische Wachstumspotential im Stammgeschäft erweisen.** Abgesehen davon erscheint **uns auch der Ansatz sich in das schnell wachsende CDMO-Segment zu diversifizieren als sehr vernünftig.**

Dennoch befinden sich die Aktivitäten in diesem Segment noch im Anfangsstadium und wir gehen davon aus, dass **anhaltende Vorabinvestitionen in Kapazität sowie Forschung und Entwicklung in den weiterhin Druck auf die Gewinnmargen auf Unternehmensebene bedingen werden.** Wir denken, die richtige Sichtweise ist, dass das profitable Stammzellbankgeschäft die neueren Unternehmensaktivitäten subventioniert. Dies bedingt kurzfristig einen gruppenweiten Profitabilitätsrückgang, ermöglicht jedoch langfristig die Erschaffung eines zweiten Gewinnwachstumstreibers, was für die langfristige Entwicklung des Unternehmenswerts positiv sein sollte.

Das B2C-Stammzellbanking zeichnet sich durch eine hohe Kundenbindung aus - im GJ20 verzeichnete PBKM eine Abwanderung von nur 1% des Kundenstamms.

PBKM ist seit geraumer Zeit ebenso in der Auftragsherstellung von Arzneimitteln für Zell-/Gentherapien tätig. Obwohl dieser Geschäftsbereich noch nicht ausgereift ist, signifikante Vorabinvestitionen erfordert und aktuell Druck auf die gruppenweiten Gewinnmargen ausübt, halten wir eine Diversifizierung in den wachstumsstarken CDMO-Bereich für sinnvoll und langfristig positiv für den Unternehmenswert.

In den letzten 15 Jahren ermöglichten es die **Expansion in neue Märkte und die aktive Konsolidierung in der fragmentierten Stammzellbank-Branche**, dass **PBKM zur größten privaten Stammzellbank in Europa aufstieg**. Während dieser Entwicklung konnte **PBKM signifikante Wettbewerbsvorteile basierend auf Economies of Scale/Scope gegenüber den verbleibenden, deutlich kleineren Wettbewerbern aufbauen**. Die Gruppe verfügt heute über einen **Marktanteil von +38% in jährlichen Neueinlagerungen in Europa** (4x größer als der zweitgrößte Konkurrent), hat die **Anzahl gelagerter Proben um das 20-fache auf 390k** (B2C: 360k) erhöht. Der Fußabdruck von PBKM erstreckt sich mittlerweile über 27 Länder (13 bis 100 % Tochtergesellschaften) durch 13 eigene Laboreinrichtungen und Kooperationen mit 1300 Krankenhäusern über ganz Europa hinweg.

#1 Stammzellbank in Europa mit signifikanten, größenbedingten Wettbewerbsvorteilen gegenüber den verbleibenden Konkurrenten.

Das Unternehmen hat diese Entwicklung unter der Führung einer Person genommen – CEO Jakub Baran. Herr Baran ist einer der ursprünglichen Gründer, leitet das Geschäft als CEO seit 2005 und hält einen Anteil von 4,2% am Unternehmen. Während unseres Aufenthalts in Warschau konnten wir bei einem Treffen mit ihm die Geschäftsaussichten und seine Prioritäten in Bezug auf Kapitalallokation besprechen. Zudem konnten wir das größte Labor von PBKM in Warschau besichtigen (die größte Einrichtung ihrer Art in ganz Europa).



Seit 2005 wird das Unternehmen von CEO Jakub Baran geleitet. Herr Baran ist die Definition von dem was wir als talentierten Owner-Operator und Value-Creator bezeichnen.



Abbildung 7: In der Warschauer Laboranlage von PBKM mit CEO Jakub Baran.

Unser Eindruck war, dass **Jakub ein sehr erfahrener und engagierter CEO ist**, der die Besonderheiten der Branche kennt und einen sehr **langfristig orientierten Kapitalallokationsansatz verfolgt**, bei dem er **bereit ist kurzfristige Rentabilität zugunsten langfristiger Wertgenerierung zu opfern**.

Für uns als Investoren, die sich als Miteigentümer an ihren Portfolioholdings sehen, ist es ein großer Gewinn an der Seite eines erfahrenen, weitsichtigen Managers mit Wertschöpfermentalität und „Skin in the Game“ zu investieren zu sein. Ein starker Track Record bezüglich operativer Performance und Kapitalallokationsentscheidungen stimmt uns zuversichtlich, dass aktuell getätigte Investitionen einen zufriedenstellenden Mehrwert für PBKM-Aktionäre liefern werden.

Aus Bewertungssicht handelt PBKM zu **3,2x EV/LTM-Revenue im Vergleich zu einem Peer-Group-Mittelwert von 5,5x EV/LTM-Revenue**, basierend auf einer Stichprobe anderer börsennotierter Stammzellbanken in Europa, Nordamerika und Asien. **Wir glauben jedoch, dass relative Bewertungskennzahlen auf Grundlage aktueller Fundamentaldaten keine adäquate Einschätzung bezüglich der „Attraktivität“ dieser Aktie vermitteln.** Bedingt durch eine Phase erhöhter Investitionen und anderer strukturelle Entwicklungen ist die Ertragskraft temporär beeinträchtigt:

1) **PBKM investiert in S&M und R&D, um das organische Wachstum im Stammzellbankgeschäft zu beschleunigen und ATMP als zweites Standbein auf mittlere Sicht aufzubauen.** Der CEO glaubt, dass er in letzterem Unterfangen, aufgrund des Zugangs zu qualifizierten und preiswerten lokalen Arbeitskräften, erfolgreich sein kann. Dies soll es PBKM ermöglichen am unteren Ende der Kostenkurve zu operieren und Neugeschäft durch das Angebot preiswerterer obgleich qualitative gleichwertiger Dienstleistungen zu gewinnen. Während das Unternehmen deutlich macht, dass es sich in Nischenbereichen der CDMO-Branche positionieren möchte, vermittelt ein Blick auf etablierte CDMO-Player, wie z.B. Lonza, einen Einblick in das Profitabilitätsprofil, die das CDMO-Segment erreichen könnte, sobald es eine kritische Masse erreicht (25-30% EBITDA-Margen).

2) **PBKM strebt an, sein Abonnement-B2C-Stammzellbankgeschäft auszubauen, was kurzfristig Druck auf die Margen bewirkt, aber die langfristige operative Stabilität verbessert.** Folglich sollte der Ertragsstrom des Unternehmens aus dem Stammzellbankgeschäft aufgrund höherer Stabilität und Kontinuität wertvoller werden. Die Wirtschaftlichkeit bezahlter Einlagerung von Stammzellen ist äußerst interessant – Wir glauben, dass **PBKM eine >80% EBIT-Marge auf Umsätze aus Lagerung erzielt** (fast keine Kosten abgesehen von Stickstoffnachfüllung und D&A) und **zudem zeichnet sich dieses Geschäft durch hohe Kundentreue aus** (Unwahrscheinlich, dass Kunden ihre Zahlungen stoppen, um die Proben anderweitig einzulagern). **PBKM verzeichnete im Jahr 2020 ein Wachstum der wiederkehrenden Umsätze aus Stammzelllagerung um +29 %, während der Anteil von Abonnement-Verträgen am Neugeschäft bei rund 47 % lag.**

Auf Run-Rate-Ebene sollte das wiederkehrende EBIT in Bezug auf die Probenlagerung bereits im Bereich von 40 Mio. PLN liegen. Blendet man alle anderen Geschäftsbereiche aus, handelt die Aktie **beim ca. 18x des EBIT durch Stammzelllagerung**, und die Frage ist, ob dieser hochprofitable, stetig wachsende Ertragsstrom (>10% p.a. in den letzten Jahren) nicht allein mehr wert sein sollte als der aktuelle Unternehmenswert (Vgl. Bewertungen anderer „SaaS“-Geschäfte). **PBKM geht davon aus, dass der Abonnement-Kundenstamm in den kommenden zehn Jahren potenziell auf 250k steigen kann**, basierend auf einer Kombination steigender organischer Kundenakquise über das Abonnement-Zahlungsmodell und der Umstellung bestehender Kunden mit auslaufenden Prepaid-Verträgen auf Abo-Verträge.

Die Betrachtung traditioneller Bewertungskennzahlen kann hinsichtlich der Attraktivität der Aktienbewertung von PBKM irreführend sein. Eine Phase von Wachstumsinvestitionen und ein temporär margenverwässernder Effekt einer Erhöhung des Abo-Geschäfts Anteils im Umsatzmix des Stammzellbankgeschäfts verzerren die wahre Ertragskraft.

In den nächsten 10 Jahren könnte der Abonnement-Kundenstamm von PBKM im B2C-Banking auf 250k anwachsen (Anstieg um 2x). Folglich könnten sich die wiederkehrenden Einnahmen durch Stammzell-Lagerung dem Niveau von 90 Mio. PLN nähern, was einem wiederkehrenden EBIT von 72 Mio. PLN entsprechen sollte (vs. Unternehmenswert von 720 Mio. PLN).

Auch die Abwanderungsrate von Kunden bei der Migration von einem auslaufenden Prepaid-Vertrag in ein Abonnement erscheint unwesentlich. Wir haben aus Gesprächen mit der deutschen Stammzellbank Vita34, die bezüglich der Migration einstiger Prepaid-Kunden in Abo-Verträge einen Erfahrungsvorsprung aufweist, dass eine Abwanderung von 15% der Kunden bei Vertragsverlängerung als „worst-case“ Szenario gesehen wird. Unter Verwendung des jährlichen Nettojahresabonnementspreises von 357 PLN pro Kunde in GJ20, könnten die **wiederkehrenden Umätze auf 90 Mio. PLN, bei einem wiederkehrenden EBIT von 72 Mio. PLN über die nächsten zehn Jahren wachsen** (unter gleichbleibenden ökonomischen Bedingungen). Darüber hinaus ist das Abo-Modell aufgrund deutlich geringerer erforderlicher Erstausgaben **für weniger einkommensstarke Familien leichter zugänglich, was förderliche für die Steigerung der europaweiten Penetrationsrate von weniger als 2% sein könnten und den adressierbaren Markt erweitern könnte.**

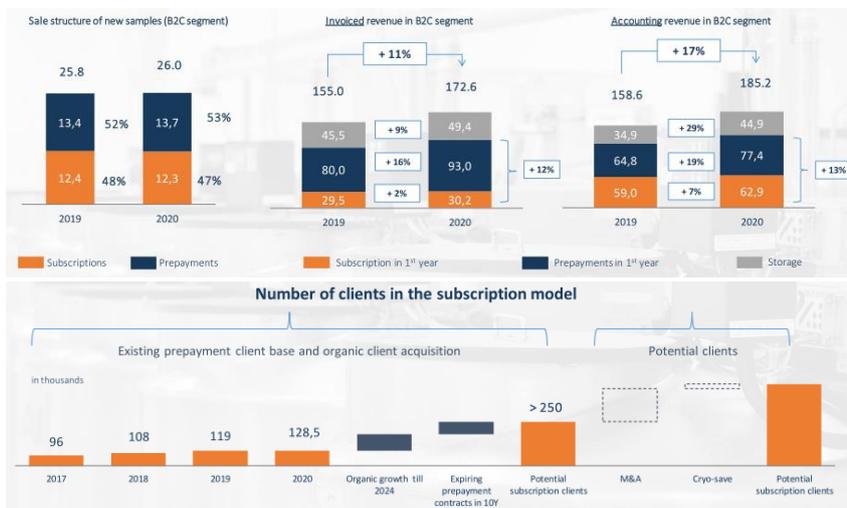


Abbildung 8: EKF 2021-Präsentation

- 3) Im Mai 2021 gaben PBKM und der deutsche Wettbewerber Vita34 einen Unternehmenszusammenschluss bekannt, der so konstruiert ist, dass das fusionierte Unternehmen am Ende ein deutsches Börsenlisting besitzen wird. Der Aktientausch soll bis Mitte November 2021 durchgeführt werden und wenig später sollte das fusionierte Unternehmen den Handel aufnehmen. Auf Pro-forma-Ebene erzielt das fusionierte Unternehmen einen **Umsatz von 67 Mio. EUR und ein EBITDA von 11 Mio. EUR** (basierend GJ20 Geschäftszahlen), was einer impliziten Marktkapitalisierung und einem EV von **236 Mio. EUR bzw. 217 Mio. EUR gegenübersteht**. Dies impliziert eine Bewertung von 3,3x EV/Umsatz und 19,7x EV/EBITDA. Obwohl wir der Meinung sind, dass sich die Fusion als vorteilhaft für die Marktbewertung erweisen könnte, da das Unternehmen aufgrund einer höheren Marktkapitalisierung, einer besseren Liquidität und eines verbesserten Marktzugangs durch eine deutsche Notierung nun mehr Interesse seitens institutioneller Investoren erfahren könnte, denken wir, dass die Fusion vor allem aus operationeller Sicht viel Sinn ergibt.

Vita34 ist die drittgrößte Nabelschnurblutbank in Europa und bietet als dominanter Player in der DACH-Region einen guten strategischen Fit zu PBKM, die im DACH-Markt bisher nur wenig präsent war (außer durch den Erwerb der kleinen deutschen Stammzellbank Eticur im Jahr 2020).

PBKM und der deutsche Wettbewerber Vita34 kündigten einen Unternehmenszusammenschluss an. Das fusionierte Unternehmen wird mit einem Marktanteil von 45 % bei den neu erworbenen Proben und Pro-forma-Ergebnissen von 67 Mio. EUR Umsatz und 11 Mio. EUR EBITDA der dominierende Akteur der Branche sein.

Das fusionierte Unternehmen **wird über 600k Stammzell-Proben lagern** und einen **+45% Marktanteil im europaweiten Neukundengeschäft halten**. **Durch den Zusammenschluss wird die Gruppe Marktführer in Europa und die drittgrößte Nabelschnurblutbank weltweit**. Ein Vorteil dieser Fusion ist, dass **beide Unternehmen nicht länger um dieselben Kunden konkurrieren müssen**. **Dagegen können die Kräfte gebündelt werden, um den adressierbaren Gesamtmarkt für Therapien auf Basis von Nabelschnurblut sowie -gewebe zu erweitern und das Angebot um weitere Dienstleistungen zu ergänzen** – Vita34 ist seit einiger Zeit darauf fokussiert das Dienstleistungsangebot durch die Einführung eines ergänzenden Immunzellbanking-Geschäfts zu erweitern, welches eine gute Gelegenheit zum Cross-Selling darstellen sollte. **Darüber hinaus sollen kostenbezogene Synergien i.H.v. rund 3,1 Mio. realisiert werden**. Dies soll durch die Optimierung der Betriebsabläufe, einer besseren Kapazitätsauslastung, effizienterer Beschaffung (mehr Verhandlungsmacht) und durch die Eliminierung von Doppelkosten umgesetzt werden.

Vita34 zeigt bereits eine attraktive Rentabilität im Bereich von +25% EBITDA-Marge und die Profitabilität von PBKM sollte sich normalisieren, sobald das aktuelle Investitionsprogramm ausläuft (>30% EBITDA-Marge in 2017/2018). **Deshalb sehen wir keinen strukturellen Grund weshalb die EBITDA-Marge des kombinierten Unternehmens nicht von aktuell 16% in Richtung 25% mittelfristig steigen sollte**.

Der bisherige organische Wachstumstrend bei PBKM/Vita34 und Spielraum für weiteres anorganisches Wachstum aufgrund der weiterhin hohen Marktfragmentierung, **sollte es dem Unternehmen erlauben den Umsatz in den nächsten 5 Jahren um 7-10% p.a. zu steigern**. **Unter Berücksichtigung des Potenzials für eine Margensteigerung könnte sich das EBITDA des zusammengeschlossenen Unternehmens bis 2026 verdoppeln und 23-26 Mio. EUR erreichen**. Die Anwendung eines **15-fachen EBITDA-Multiplikators auf den Mittelwert würde eine Vervielfachung des Aktienkurses um einen Faktor von 1,7x über einen 5-Jahreszeitraum implizieren**. Dies exkludiert jedoch jeglichen Mehrwert, welcher sich aus der erfolgreichen Kommerzialisierung neuer Projekte ergeben könnte. Daher glauben wir weiterhin, dass dieses Investment eine **sehr positive Asymmetrie hinsichtlich des Chance-Risikoverhältnis aufweist und werden den Titel weiterhin als Kernposition im Portfolio halten**.

Medicalgorithmics

Medicalgorithmics (MDG) ist ein polnisches Unternehmen, das Geräte und ergänzende Software für ambulantes Herzmonitoring entwickelt. Mit einer aktuellen Marktkapitalisierung von 20 Mio. USD und einem Umsatz von 30 Mio. USD ist dieser Titel Bestandteil des Microcap-Bereichs unseres Portfolios. Die Positionsinitiierung erfolgte über den Zeitraum von Ende 2019 bis März 2020. Die Entwicklung dieses Unternehmens über die vergangenen 3-4 Jahre könnte nicht unterschiedlicher sein als bei der anderen oben vorgestellten Portfoliosition. **MDG ist im Wesentlichen ein Ein-Produkt-Unternehmen mit dem PocketECG System als Haupteinnahmequelle**. Das Gerät wird von über 2000 Ärzten in Nordamerika (USA, Kanada), Europa (Polen, Skandinavien) und Asien (Indien, Australien) verwendet und allein in den USA wurden rund 70.000 Erstattungsanträge bei Krankenversicherern im Jahr 2020 eingereicht.

Medicalgorithmics (MDG) ist ein polnisches Unternehmen, das Geräte für ambulantes Herzmonitoring entwickelt.

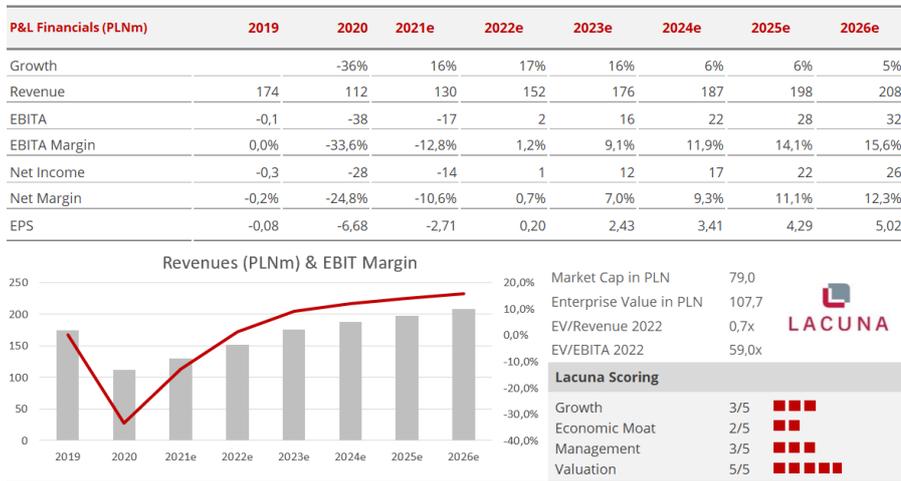


Abbildung 4: Own image. Capital IQ und Lacuna Estimates.

Das PocketECG hat ungefähr die Größe eines Smartphones, ermöglicht eine kontinuierliche sowie vollständige EKG-Überwachung und kann Herzschläge bis zu 30 Tage lang aufzeichnen. Das Gerät ist eine **4-in-1-Lösung**, was bedeutet, dass es **nahtlos zwischen 4 verschiedenen EKG-Überwachungsverfahren wechseln kann**: Holter-Test, Extended Holter, Event Monitoring und Mobile Cardiac Telemetry (MCT).

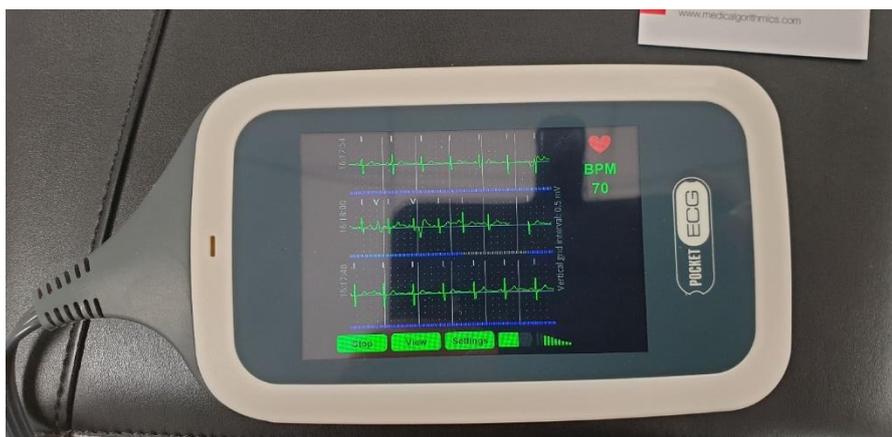


Abbildung 5: Testung des PocketECG Systems in Echtzeit im Hauptquartier von MDG.

Der **wichtigste Unterscheidungsfaktor zwischen den verschiedenen Verfahren ist die Überwachungsdauer**, wobei Holter über 24 bis 48 Stunden und MCT bis zu 30 Tage durchgeführt werden. Es ist wichtig zu verstehen, dass die **diagnostische Effizienz** (% korrekt diagnostizierter Patienten) **und die Überwachungsdauer positiv miteinander korrelieren**. Das bedeutet, dass **MCT im Allgemeinen die höchste diagnostische Effizienz für Krankheitsbilder wie Herzrhythmusstörungen vorweist**. Der Großteil der PocketECG-Technologie stammt von Firmengründer Dr. Marek Dziubinski, welcher durch frühere Erfahrungen in der Softwareentwicklung im Bereich Signalverarbeitung und Kompressionsalgorithmen Synergien in Hinblick auf die Aufzeichnung, Übertragung und Verarbeitung von Herzrhythmusdaten identifizieren konnte. Herr Dziubinski war seit der Gründung des Unternehmens im Jahr 2005 bis Mitte 2021 als CEO/CTO tätig und hat sich kürzlich aus dem Aufsichtsrat zurückgezogen und wird fortan als Aufsichtsratsvorsitzender agieren.

MDG hat sein Kerngeschäft in den USA, welches etwa 90% des Umsatzes ausmacht, ist aber auch in den letzten Jahren in andere Märkte außerhalb der USA (OUS) wie Kanada, Skandinavien, Indien und Australien expandiert. **Das Geschäftsmodell in den USA unterscheidet sich jedoch zu dem Ansatz in den OUS-Märkten.**

Im US-Geschäft ist MDG über ihre US-Tochter Medi-Lynx tätig. MDG übernimmt die Herstellung der Geräte und Forschung und Entwicklung in Polen, versendet die Geräte in die USA und Medi-Lynx kümmert sich um den Vertrieb, die Kundenakquise, die Diagnose und die Erstellung der abschließenden Auswertung – **Folglich ist das Unternehmen in den USA ein vollwertiger Diagnostik-Dienstleister.** Inzwischen werden über 91 % des Geschäfts von Medi-Lynx über den In-Network-Ansatz (INN) generiert, was bedeutet, dass Einnahmen hauptsächlich durch die Erhebung fester, vorab ausgehandelter Erstattungssätze von Medicare oder anderen privaten Krankenversicherern generiert werden, sobald ein Herzmonitoring endet und ein Erstattungsantrag eingereicht wird. **Heute ist MDG der fünft größte Anbieter auf dem US-Markt mit einem Marktanteil von 3%. In der Branche werden 90% des Markts von den fünf größten Unternehmen bedient.** Allgemein hat die Industrie signifikant Konsolidierung und Konzentration zwischen den größten Marktteilnehmern in den letzten 10 Jahren erfahren.

In den OUS-Märkten generiert MDG hauptsächlich hochprofitable Umsätze aus wiederkehrende Abo-Verträgen. Hier kooperiert das Unternehmen mit lokalen Vertriebspartnern, die MDG für die Nutzung jedes aktivierten Geräts auf Monatsbasis in Form einer fixen Servicegebühr bezahlen.

Während OUS aufgrund weiterer Markteintritte mit +30% p.a. mittelfristig weiterhin gut wachsen wird und im Laufe der Zeit eine wichtigere Rolle spielen wird, ist zum **heutigen Stand eine gute Performance auf dem US-Markt unerlässlich.** Genau das war in den letzten Jahren das Problem.

MDG wurde einst als innovatives, technologiegetriebenes Wachstumsunternehmen wahrgenommen, mit nicht weniger Ambitionen als den großen Markt für ambulante Herzüberwachung in den USA für sich zu gewinnen. In der Spitze erreichte die Aktie **Bewertungsniveaus von >30x EBITDA und eine Marktkapitalisierung von mehr als 300 Mio. USD**, bevor sich herausstellte, dass das Unternehmen seinen vorläufigen Zenit scheinbar in 2016/2017 erreicht hatte.

Seitdem ist die Aktie um 95 % gefallen und die Fundamentaldaten haben sich verschlechtert, der Umsatz ging um 40 % zurück und das EBITDA sank von 13,6 Mio. USD im Jahr 2017 auf -7,3 Mio. USD im Jahr 2020. Jemand, der die Geschäftsentwicklung oberflächlich betrachtet, würde wahrscheinlich zu dem Schluss kommen, dass das Geschäftsmodell gescheitert ist.

Wir glauben jedoch, dass man auf Details achten muss, um die Entwicklung des US-Geschäfts von MDG zu verstehen. Zwischen dem Eintritt von MDG in den US-Markt im Jahr 2010 und heute musste **MDG sein Geschäftsmodell zweimal verändern.** **Anfangs verkaufte MDG das PocketECG-System in einem Abo-Modell**, bei dem es mit zwei lokalen US-Vertriebspartnern zusammenarbeitete, die sich um den kompletten Diagnostikteil kümmerten – damals war **MDG eine Cash-Cow, die ihren Umsatz stetig steigerte** (12x in 5 Jahren bei einer Nettomarge von +40%).

Obwohl es sich um ein polnisches Unternehmen handelt, das an der Warschauer Börse notiert ist, liegt das Kerngeschäft von MDG auf dem US-amerikanischen Markt für ambulante Herzüberwachung. Auf dem US-Markt ist MDG der fünftgrößte Anbieter mit einem Marktanteil von 3 %.

Nachdem die Aktie in den Jahren 2016/2017 in der Spitze mehr als dem 30-fachen EBITDA bei einer Marktkapitalisierung von mehr als 300 Mio. USD bewertet wurde, hat sie in den letzten Jahren aufgrund des stotternden US-Geschäfts um sich verschlechternder operative Performance 95% ihres Werts verloren.

Aufgrund eines Konflikts mit einem der US-Vertriebspartner, entschied sich MDG 2016 dazu den anderen Vertriebspartnern (Medi-Lynx) zu übernehmen. Dieser Deal hat **die Wirtschaftlichkeit des Unternehmens dramatisch verändert**, wodurch die Tage des „einfachen“ Geldverdienens durch das Abo-Modell vorbei waren und das Unternehmen sich in einen vertikal integrierten Diagnostik-Dienstleister veränderte. Dies war mit der Inklusion arbeitsintensiverer und wenig profitabler Dienstleistungen der Herzmonitoring-Wertschöpfungskette verbunden. In den folgenden zwei Jahren erreichte der Umsatz den Höchststand von 51 Mio. USD im Jahr 2017, während sich die Gewinnmargen innerhalb von nur 2 Jahren halbiert hatten. **Bis 2018 arbeitete das Unternehmen hauptsächlich über einen Out-of-Network-Ansatz (OON)** was bedeutet, dass das Unternehmen **keine festen, langfristigen Rückerstattungsverträge mit den großen US-Krankenversicherungsträgern** (außer Medicare) hatte. Medi-Lynx würde in diesem Fall einem Patienten die erbrachten Leistungen in Rechnung stellen, was es einerseits erlaubt, höhere Preise zu verlangen und profitabler zu sein als über ein INN-Modell. Andererseits schränkt der OON-Ansatz aber den adressierbaren Markt ein, da ein signifikanter Anteil der US-Hausärzte und insbesondere Großkunden wie Integrated Delivery Networks (IDNs) keine Geschäftsbeziehungen mit Dienstleistern eingehen, die über ein OON-Modell operieren. **Damals wurde sichtbar, dass regulatorische Änderungen in Bezug auf Erstattungsrichtlinien und Bundes-/Landesgesetze ein adverses Umfeld für OON-Dienstleister schaffen würden, was das Unternehmen dazu veranlasste, erneut eine Geschäftsmodellveränderung hin zu einem INN-Ansatz einzuleiten.** Im selben Jahr engagierte MDG Peter Pellerito, einen erfahrenen Manager mit jahrzehntelanger Erfahrung in der nordamerikanischen MedTech-Branche, als neuen CEO von Medi-Lynx, der das US-Geschäft für die erforderliche Geschäftstransformation umgestalten und die Verträge mit den großen US-Krankenversicherungsträgern schließen sollte. **Ein Wechsel zum INN-Ansatz war zum einen gleichbedeutend mit einer Erweiterung des adressierbaren Marktes** und bat mehr Sicherheit bei den Erstattungssätzen. Zum anderen hat dies aber ebenso einen **Rückgang der durchschnittlichen Erstattungssätze** mit sich gebracht (ursprünglich c. 25- 30% Rückgang erwartet). **Folglich sollten die niedrigeren Erstattungssätze durch Kostensenkungen und Volumenwachstum ausgeglichen werden.**

Trotz eines katastrophalen GJ20 und einer langsamer als erwarteten Erholung in GJ21, ist das **Unternehmen nun vollständig repositioniert und hat eine dem neuen Geschäftsmodell entsprechende niedrigere Kostenbasis – Was bislang fehlt, ist das notwendige inkrementelle Geschäftsvolumen.**

Eine **geplante Kapitalerhöhung von bis zu 20% des Eigenkapitals** im November 2021 soll zum einen für **Investitionen in Technologie sowie Prozessautomatisierung** und zum anderen in den **Ausbau des Vertriebsteams um den Faktor 2x** verwendet werden. Insbesondere die Investition in den Vertrieb ist unserer Meinung nach sinnvoll, da Medi-Lynx trotz eines nur halb so großen Vertriebsteams einen vergleichbaren Umsatz wie der engste Konkurrent erzielt. **Beide Investments sollten einen angemessenen ROI liefern und dem Unternehmen eine Rückkehr zu positivem Cashflow in 1Q21/2Q21 ermöglichen.**

Darüber hinaus sehen wir erste Erfolge bezüglich der veränderten Verkaufsstrategie, die sich ausschließlich auf die Akquise margenstarker Neugeschäfte fokussiert (Hoher MCT & Event Anteil) und den Business-Mix und folglich so die durchschnittliche Erstattungsrate zu erhöhen.

Zwei Änderungen des Geschäftsmodells seit 2010 und die Notwendigkeit, sich von einem Out-of-Network zu einem In-Network-Akteur zu transformieren, bedingten operative Instabilität und Stagnation. Jetzt, da die Neupositionierung in Richtung In-Network abgeschlossen ist, langfristige Verträge mit allen großen kommerziellen US-Zahlungsanbietern geschlossen wurden und die Kostenbasis in den USA verbessert wurde, könnte Licht am Ende des Tunnels ersichtlich werden.

Das Unternehmen plant, sein Vertriebsteam mit Hilfe zusätzlicher Mittel aus einer geplanten Kapitalerhöhung von bis zu 20 % des Eigenkapitals, um den Faktor 2 zu erhöhen.

Sowohl die Betriebsergebnisse als auch das Geschäftsvolumen zeigen einen positive Entwicklung - 1H21 EBITDA von -2,4 Mio. USD gegenüber -3,5 Mio. USD in 1H20, das Gesamtvolumen von 63,6k Erstattungsansprüchen für 9M21 vs. 60,5k für 9M20 und noch wichtiger das Volumenwachstum in profitablen Herzmonitoring-Ansätzen (MCT, Event, Extended Holter) von 44,5k Erstattungsansprüchen in 9M21 vs. 36k in 9M20 (+23% YoY). **Medi-Lynx ist mittlerweile ebenso in der Lage aufgrund der +90% INN-Abdeckung und der kürzlich erworbenen Fähigkeit zur Integration des PocketECG-Systems in IT-Systeme von Krankenhäusern (EHR), Großkunden wie IDNs anzusprechen** – ohne eine breite INN-Abdeckung und die Fähigkeit die Herzmonitoring-Technologie in ein EHR einzubinden ist die Gewinnung von Großkunden kaum möglich.

Als wir die Position in MDG aufgebaut haben, hielten wir dies für einen interessanten Turnaround-Fall. Wir müssen zugeben, dass die **Geschäftstransformationen und die Rückkehr zu einem sich selbst tragenden Betrieb länger dauert als wir zu Beginn erwartet hatten.** Durch das Treffen mit dem Managementteam und diversen Vorstandsmitgliedern, während unserer Warschau-Reise, zeigte sich, dass alle involvierten Personen sich der ernststen Lage bewusst sind und an einem Strang ziehen, was unser Vertrauen bestärkt hat. Das Management ist darauf ausgerichtet, das Geschäft und die Wertschöpfung für die Aktionäre voranzutreiben und verfolgt eine aus unserer Sicht vernünftige Strategie, um den Fortbestand des Unternehmens sicherzustellen.

Was im Laufe der Zeit nicht weniger geworden ist, ist die **signifikant positive Renditeerwartung, die wir bei Stabilisierung und Rückkehr zu profitabilem Wachstum in den USA erwarten.** Zu aktuellen Preisen handelt MDG bei ca. **0,9x Fwd Revenue** (Lacuna Est.), während **vergleichbare Privatmarkttransaktionen in den USA tendenziell bei einem Median EV/Revenue Multiple von ca. 4x abgewickelt werden** und der börsennotierte US-Peer iRhythm bei fast 6x Fwd Revenue handelt. Obwohl aufgrund der Notierung von MDG an der Warschauer Börse ein teilweiser Abschlag gegenüber US-amerikanischen Peers bestehen bleiben wird, **denken wir, dass die Aktie auf ein relatives Bewertungsniveau von 2-2,5x Fwd Revenue steigen könnte, sobald eine Rückkehr zu nachhaltiger Profitabilität sichtbar wird.** In diesem Szenario halten wir ein **Renditepotential von 120-180% über einen Zeitraum von 2 oder 3 Jahren für realistisch.** Erhöhtes operatives Risiko und Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Entwicklung handicappen wir über eine geringere Positionsgröße.

Sollte sich herausstellen, dass die operative Seite des US-Geschäfts nicht stabilisiert werden kann, könnte das Geschäft unseres Erachtens vermutlich mit einem erheblichen Aufschlag zur aktuellen Bewertung verkauft werden. Die bewährte und etablierte PocketECG-Technologie (insbesondere als erstklassiges MCT-Gerät), MDGs umfangreiche, vielfältige Sammlung von Herzschlagdaten (erfasst seit >10 Jahren) und bereits bestehende Kundenbeziehungen im US- und OUS-Markt sollten für einen strategischen Käufer bei weitem wertvoller sein als die jüngste Marktkapitalisierung von MDG vermuten lässt.

Die Partnerschaft mit Redox und die Möglichkeit, das PocketECG-System in Krankenhaus IT-Systeme zu integrieren, eröffnet die Möglichkeit signifikantes Geschäftsvolumen durch die Akquise von Großkunden wie IDNs zu gewinnen.

MDG wird mit einem großen relativen Bewertungsabschlag sowohl gegenüber börsennotierten Wettbewerbern als auch gegenüber privaten Markttransaktionen gehandelt. Wir sind der Meinung, dass die Aktie ein erhebliches Aufwärtspotenzial hat, wenn das Umsatz-Multiple von MDG aufgrund verbesserter Fundamentaldaten auf das 2-2,5-fache ansteigt.