

# VALUETRUST

## Gutachtliche Stellungnahme

zur Ermittlung des  
Umtauschverhältnisses zwischen den Aktien  
der Vita 34 AG und der Polski Bank Komórek  
Macierzystych S.A.

## Inhaltsübersicht

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung .....	11
1.1.	Auftrag.....	11
1.2.	Auftragsdurchführung .....	12
1.3.	Darstellung der Geplanten Transaktion .....	13
2.	Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	14
2.1.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	14
2.2.	Entwicklung des Marktes für Nabelschnurblut und Stammzellen in Europa .....	16
2.3.	Entwicklung des Marktes für Immunzelltherapien .....	20
3.	Bewertungsobjekte.....	24
3.1.	Bewertungsobjekt Vita 34.....	24
3.2.	Bewertungsobjekt PBKM .....	37
3.3.	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group).....	51
4.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze .....	55
4.1.	Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Umtauschverhältnisses gemäß § 255 Abs. 2 AktG .....	55
4.2.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 .....	56
4.3.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung .....	59
4.4.	Bewertung anhand der DCF-Methode.....	60
4.5.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	63
4.6.	Liquidationswert .....	64
4.7.	Berücksichtigung von Synergien nach IDW S 1 .....	65
5.	Bewertung der Vita 34.....	67
5.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung .....	67
5.2.	Konvergenz- und Fortführungsphase .....	76
5.3.	Übersicht der angepassten bewertungsrelevanten Unternehmensplanung .....	80
5.4.	Kapitalisierungszinssatz (WACC) .....	83
5.5.	Stand Alone-Bewertung.....	88
6.	Bewertung der PBKM .....	99
6.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	99
6.2.	Konvergenz- und Fortführungsphase .....	111
6.3.	Übersicht der angepassten bewertungsrelevanten Unternehmensplanung .....	113
6.4.	Kapitalisierungszinssatz (WACC) .....	116

6.5. Stand Alone-Bewertung.....	119
7. Würdigung der Synergien nach IDW S 1 .....	129
8. Ermittlung des Umtauschverhältnisses.....	131
Anlagen.....	133

# VALUETRUST

## Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung .....	11
1.1.	Auftrag.....	11
1.2.	Auftragsdurchführung .....	12
1.3.	Darstellung der Geplanten Transaktion .....	13
2.	Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	14
2.1.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	14
2.2.	Entwicklung des Marktes für Nabelschnurblut und Stammzellen in Europa .....	16
2.3.	Entwicklung des Marktes für Immunzelltherapien .....	20
3.	Bewertungsobjekte.....	24
3.1.	Bewertungsobjekt Vita 34.....	24
3.1.1.	Unternehmenshistorie.....	24
3.1.2.	Rechtliche Verhältnisse.....	25
3.1.3.	Wirtschaftliche Grundlagen .....	26
3.1.3.1.	Geschäftsmodell .....	26
3.1.3.2.	Unternehmensstrategie.....	28
3.1.4.	Ertrags- und Vermögenslage .....	29
3.1.4.1.	Ertragslage.....	29
3.1.4.2.	Vermögenslage .....	31
3.1.5.	SWOT-Analyse .....	32
3.1.5.1.	Stärken.....	33
3.1.5.2.	Schwächen.....	33
3.1.5.3.	Gelegenheiten .....	34
3.1.5.4.	Gefahren.....	35
3.1.5.5.	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil .....	36
3.1.6.	Zusammenfassung .....	36
3.2.	Bewertungsobjekt PBKM .....	37
3.2.1.	Unternehmenshistorie.....	37
3.2.2.	Rechtliche Verhältnisse.....	37
3.2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen .....	39
3.2.3.1.	Geschäftsmodell .....	39
3.2.3.2.	Unternehmensstrategie.....	41
3.2.4.	Ertrags- und Vermögenslage .....	42

3.2.4.1.	Ertragslage .....	42
3.2.4.2.	Vermögenslage .....	44
3.2.5.	SWOT-Analyse .....	47
3.2.5.1.	Stärken.....	47
3.2.5.2.	Schwächen.....	47
3.2.5.3.	Gelegenheiten .....	48
3.2.5.4.	Gefahren.....	49
3.2.5.5.	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil .....	49
3.2.6.	Zusammenfassung .....	50
3.3.	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group).....	51
3.3.1.	Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group .....	51
3.3.2.	Peer Group-Übersicht.....	53
4.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze .....	55
4.1.	Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Umtauschverhältnisses gemäß § 255 Abs. 2 AktG .....	55
4.2.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 .....	56
4.3.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung .....	59
4.4.	Bewertung anhand der DCF-Methode.....	60
4.4.1.	Wert des Eigenkapitals und WACC-Ansatz .....	61
4.4.2.	Minderheiten.....	62
4.4.3.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen .....	62
4.4.4.	Wert des Eigenkapitals .....	63
4.5.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	63
4.6.	Liquidationswert .....	64
4.7.	Berücksichtigung von Synergien nach IDW S 1 .....	65
5.	Bewertung der Vita 34.....	67
5.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	67
5.1.1.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Unternehmensplanung .....	67
5.1.2.	Analyse der Planungstreue .....	68
5.1.3.	Analyse der Unternehmensplanung .....	68
5.1.3.1.	Gesamtleistung.....	69
5.1.3.2.	Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) .....	70
5.1.3.3.	Finanzergebnis und Steuern .....	71

5.1.3.4.	Jahresüberschuss.....	72
5.1.3.5.	Bilanzplanung.....	72
5.1.3.6.	Ergebnis der Analyse der Unternehmensplanung .....	75
5.2.	Konvergenz- und Fortführungsphase .....	76
5.3.	Übersicht der angepassten bewertungsrelevanten Unternehmensplanung .....	80
5.3.1.	Gewinn- und Verlustrechnung.....	80
5.3.2.	Bilanz .....	81
5.4.	Kapitalisierungszinssatz (WACC) .....	83
5.4.1.	Eigenkapitalkosten.....	84
5.4.1.1.	Basiszinssatz .....	84
5.4.1.2.	Risikozuschlag .....	84
5.4.2.	Fremdkapitalkosten .....	87
5.4.3.	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) .....	87
5.4.4.	Wachstumsabschlag .....	88
5.5.	Stand Alone-Bewertung.....	88
5.5.1.	DCF-Wert (WACC-Verfahren) .....	88
5.5.1.1.	Marktwert des Fremdkapitals.....	89
5.5.1.2.	Minderheiten.....	89
5.5.1.3.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen .....	89
5.5.1.4.	Wert des Eigenkapitals .....	90
5.5.2.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	90
5.5.2.1.	Börsen-Multiplikatoren.....	90
5.5.2.2.	Transaktions-Multiplikatoren.....	93
5.5.3.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses .....	96
5.5.4.	Fazit zum Stand Alone-Wert des Eigenkapitals .....	98
6.	Bewertung der PBKM .....	99
6.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	99
6.1.1.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Unternehmensplanung .....	99
6.1.2.	Analyse der Planungstreue .....	100
6.1.3.	Analyse der Unternehmensplanung .....	101
6.1.3.1.	Umsatzerlöse .....	101
6.1.3.2.	Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) .....	103
6.1.3.3.	Finanzergebnis und Steuern .....	105

6.1.3.4.	Jahresüberschuss.....	105
6.1.3.5.	Bilanzplanung.....	106
6.1.3.6.	Ergebnis der Analyse der Unternehmensplanung .....	108
6.2.	Konvergenz- und Fortführungsphase .....	111
6.3.	Übersicht der angepassten bewertungsrelevanten Unternehmensplanung .....	113
6.3.1.	Gewinn- und Verlustrechnung.....	113
6.3.2.	Bilanz .....	114
6.4.	Kapitalisierungszinssatz (WACC) .....	116
6.4.1.	Eigenkapitalkosten.....	116
6.4.1.1.	Basiszinssatz .....	116
6.4.1.2.	Risikozuschlag .....	117
6.4.2.	Fremdkapitalkosten .....	118
6.4.3.	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) .....	119
6.4.4.	Wachstumsabschlag .....	119
6.5.	Stand Alone-Bewertung.....	119
6.5.1.	DCF-Wert (WACC-Ansatz).....	119
6.5.1.1.	Marktwert des Fremdkapitals.....	120
6.5.1.2.	Minderheiten .....	120
6.5.1.3.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	121
6.5.1.4.	Wert des Eigenkapitals .....	121
6.5.2.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	122
6.5.2.1.	Börsen-Multiplikatoren.....	122
6.5.2.2.	Transaktions-Multiplikatoren.....	125
6.5.3.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses .....	126
6.5.4.	Fazit zum Stand Alone-Wert des Eigenkapitals.....	128
7.	Würdigung der Synergien nach IDW S 1 .....	129
8.	Ermittlung des Umtauschverhältnisses.....	131
	Anlagen.....	133
1.	Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen .....	133

## Abkürzungsverzeichnis:

∅	=	Durchschnitt
AABB.	=	American Association of Blood Banks (Amerikanischer Verband der Blutbanken)
Abs.	=	Absatz
AG	=	Aktiengesellschaft
AktG	=	Aktiengesetz
AMG	=	Arzneimittelgesetz
AOC	=	Active Ownership Corporation
ApS	=	Anpartsselskab (Dänische Gesellschaft mit beschränkter Haftung)
ATMP	=	Advanced Therapy Medical Products (Medizinprodukte für neuartige Therapien)
Az.	=	Aktenzeichen
B2B	=	Business-to-Business
B2C	=	Business-to-Customer
BaFin	=	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	=	Bundesgerichtshof
BIP	=	Bruttoinlandsprodukt
bspw.	=	beispielsweise
bzw.	=	beziehungsweise
ca.	=	circa
CAGR	=	Compound Annualized Growth Rate (annualisierte Wachstumsrate)
CAPM	=	Capital Asset Pricing Model
CAR	=	Chimären Antigenrezeptor
CAT	=	Committee for Advanced Therapies (Ausschuss für neuartige Therapien)
CDAX	=	Composite DAX
DACH	=	Deutschland-Österreich-Schweiz Region
DAX	=	Deutscher Aktienindex
DCF	=	Discounted Cashflow
d.o.o.	=	Društvo sa ograničenom odgovornošću (serbisches Äquivalent zu einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung)
EBITDA	=	(Operatives) Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EBIT	=	(Operatives) Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBMT	=	European Society for Blood and Marrow Transplantation (Europäische Gemeinschaft für Blut- und Knochenmarktransplantation)
EMA	=	European Medicines Agency (Europäische Arzneimittel-Agentur)
EU	=	Europäische Union



EUR	=	Euro
EZB	=	Europäische Zentralbank
F&E	=	Forschung und Entwicklung
FACT	=	Foundation for the Accreditation of Cellular Therapy (Stiftung für die Akkreditierung der Zellulartherapie)
FAUB	=	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FDA	=	Food and Drug Administration
ff.	=	Folgend
Ges. f.	=	Gesellschaft für
GmbH	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GMP	=	Good Manufacturing Practices (Gute Herstellungspraxis)
HRB	=	Handelsregisterblatt
i.d.F.	=	in der Fassung
IDW	=	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	=	IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008)
IFRS	=	International Financial Reporting Standards
i.H.v.	=	in Höhe von
i.S.d.	=	im Sinne des
ISIN	=	International Securities Identification Number
i.S.v.	=	im Sinne von
i.V.m.	=	in Verbindung mit
IWF	=	Internationaler Währungsfonds
LTM	=	Last twelve months (letzte zwölf Monate)
LW	=	Landeswährung
M&A	=	Mergers & Acquisitions (Unternehmenstransaktionen)
Mio.	=	Millionen
Mrd.	=	Milliarden
MRP	=	Marktrisikoprämie
MSC	=	mesenchymalen Stammzellen
NOPLAT	=	Net operating profit less adjusted taxes
Nr.	=	Nummer
OECD	=	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OLG	=	Oberlandesgericht
p.a.	=	Per annum
PBKM	=	Polski Bank Komórek Macierzystych S.A.
PEI	=	Paul-Ehrlich-Institut

# VALUETRUST

PLN	=	Zloty (polnische Währung)
rd.	=	rund
S&P	=	Standard & Poor's (Ratingagentur)
SA	=	Spółka Akcyjna (polnische Aktiengesellschaft)
SE	=	Societas Europaea
SL	=	Sociedad Limitada (Spanische Gesellschaft mit beschränkter Haftung)
sog.	=	sogenannt
s.r.o	=	Spoločnosť s ručením obmedzeným (Slowakische Gesellschaft mit beschränkter Haftung)
SVF	=	Stromale Gefaßfraktion
SWOT	=	Modell zur Analyse von Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie Gelegenheiten und Gefahren des Markt- und Wettbewerbsumfelds
Tsd.	=	Tausend
TV	=	Terminal Value
Tz.	=	Textziffer
u.a.	=	unter anderem
v.a.	=	vor allem
vgl.	=	vergleiche
VV	=	Viral Vectors
VWAP	=	Volume weighted average price (Volumengewichteter Durchschnittskurs)
WACC	=	Weighted average cost of capital (gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten)
WMDA	=	World Marrow Donor Association (Weltverband der Knochenmarkspender)
WP	=	Wirtschaftsprüfer
WpÜGAngebV	=	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
XETRA	=	Elektronisches Handelssystem der Deutsche Börse AG
z.B.	=	zum Beispiel
ZB	=	Beschwerden

## 1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

### 1.1. Auftrag

1. Mit Schreiben vom 30. Oktober 2020 und 6. Mai 2021 hat die Vita 34 AG, Leipzig, Deutschland (im Folgenden „Vita 34“ oder „Auftraggeber“), uns, die ValueTrust Financial Advisors SE, München, Deutschland (im Folgenden „ValueTrust“), beauftragt, eine Gutachtliche Stellungnahme, zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses zwischen den Aktien der Vita 34 (Vita 34-Aktien) und der Polski Bank Komórek Macierzystych S.A., Warschau, Polen (im Folgenden „PBKM“) (PBKM-Aktien), unter Beachtung des § 255 Abs. 2 AktG zu erstellen.
2. Bewertungsanlass ist der geplante Aktientausch von bis zu 100% der ausstehenden PBKM-Aktien in Vita 34-Aktien im Wege einer Sachkapitalerhöhung unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der Vita 34-Aktionäre (im Folgenden „Geplante Transaktion“). Der Aktientausch soll über eine direkte Einbringung von ca. 69,13% der PBKM-Aktien durch einzelne PBKM-Aktionäre sowie im Wege eines freiwilligen öffentlichen Umtauschangebots an die übrigen PBKM-Aktionäre erfolgen. In diesem Zusammenhang möchte der Vorstand der Vita 34 das Umtauschverhältnis zwischen den Vita 34-Aktien und den PBKM-Aktien (im Folgenden „Umtauschverhältnis“) ermitteln lassen. Die Gutachtliche Stellungnahme soll die Grundlage für die Festlegung des den PBKM-Aktionären anzubietenden Umtauschverhältnisses durch den Vorstand der Vita 34 sowie dessen Bericht 34 sein, der im Zusammenhang mit der Einladung zur außerordentlichen Hauptversammlung der Vita 34, die über die Sachkapitalerhöhung beschließen soll, veröffentlicht wird.
3. Als Bewertungsstichtag wurde der 13. Juli 2021, als Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der Vita 34, festgelegt.
4. Bei der Auftragsdurchführung haben wir die Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (im Folgenden auch „IDW“), insbesondere den IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008, im Folgenden „IDW S 1“) berücksichtigt. Im Sinne dieser Verlautbarung geben wir diese Gutachtliche Stellungnahme als unabhängiger Sachverständiger in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Der gemäß IDW S 1 ermittelte objektivierte Wert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Vor diesem Hintergrund haben wir im Einklang mit IDW S 1 und der Rechtsprechung eine Plausibilisierung der Unternehmensplanungen der Vita 34 sowie der PBKM auf Stand Alone-Basis durchgeführt und auf Basis dieser die jeweiligen Unternehmenswerte abgeleitet.
5. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die in den Auftragsschreiben vom 30. Oktober 2020 und 6. Mai 2021 dokumentier-

ten Auftragsbedingungen. Diese Gutachtliche Stellungnahme ist zur Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Einladung zur außerordentlichen Hauptversammlung der Vita 34 am 13. Juli 2021 sowie zur Verwendung im Rahmen der Sachkapitalerhöhung erstellt worden. Die weitere Verwendung umfasst neben Informationszwecken für den Vorstand der Vita 34 auch die im Rahmen der Sachkapitalerhöhungsprüfung erforderliche Einsichtnahme durch den/die Prüfer gemäß § 183 Abs. 3 i.V.m. § 33 Abs. 3-5 AktG, vorausgesetzt unsere Gutachtliche Stellungnahme wird vollständig und mit allen Anhängen weitergegeben.

6. Darüber hinaus darf diese Gutachtliche Stellungnahme Dritten nicht ohne unsere vorherige schriftliche Genehmigung zugänglich oder bekannt gemacht werden. In keinem Fall, gleichgültig, ob eine Einwilligung oder vorherige Zustimmung erteilt wurde oder nicht, übernehmen wir gegenüber Dritten Verantwortung für die Gutachtliche Stellungnahme.

## 1.2. Auftragsdurchführung

7. Wir haben unsere Arbeiten vom 30. Oktober 2020 bis zum 31. Mai 2021 in unseren Büroräumen in München und Frankfurt am Main durchgeführt. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in der Anlage 1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ dargestellten Informationen zur Verfügung. Dieser Gutachtlichen Stellungnahme liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der beiden Unternehmen sowie deren zukünftiger Entwicklung zum 31. März 2021, Kapitalmarktdaten zum 7. Mai 2021 und Börsenkurse der Vita 34 und PBKM zum 31. Mai 2021 zugrunde.
8. Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für den Bewertungsanlass zur Verfügung gestellten Unterlagen. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung unterzogen.
9. Im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen haben wir Gespräche mit den jeweiligen Vorständen von Vita 34 und PBKM über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage sowie die individuellen strategischen Ausrichtungen geführt. Sofern und soweit zutreffend und angemessen, haben wir auf Basis der so erhaltenen Erläuterungen sowie der zur Verfügung gestellten Informationen und Unterlagen Anpassungen in den jeweiligen Unternehmensplanungen beider Gesellschaften nach gutachterlichem Ermessen vorgenommen, um eine Harmonisierung zentraler Planungsparameter herbeizuführen.
10. Wir betonen, dass sich üblicherweise Unterschiede zwischen den erwarteten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen ergeben, da Ereignisse anders als ursprünglich geplant eintreten können. Diese Unterschiede können wesentlich sein. Daher übernehmen wir keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in den Unternehmensplanungen unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie das Ergebnis der unternehmerischen Aktivität. Gleichfalls tätigen wir keine Aussage zu der Erreichbarkeit der Planungsergebnisse sowie der Richtigkeit und Vollständigkeit der in den Unternehmensplanungen unterstellten Annahmen, Ergebnisse und Informationen.

11. Die Vita 34 hat uns gegenüber zum 31. Mai 2021 eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig erteilt wurden. Eine vergleichbare Erklärung wurde von der PBKM in Bezug auf die für die PBKM zutreffenden Angaben zum 31. Mai 2021 abgegeben.
12. Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte in Tausend oder Millionen Euro bzw. polnischen Zloty ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

### 1.3. Darstellung der Geplanten Transaktion

13. Im Rahmen der Geplanten Transaktion bietet der Vorstand der Vita 34 den PBKM-Aktionären an, ihre PBKM-Aktien gegen neue Vita 34-Aktien zu tauschen. Für jeweils eine (1) PBKM-Aktie sollen 1,30 neue Vita 34-Aktien („Umtauschverhältnis“) an die PBKM-Aktionäre ausgegeben werden. Die Geplante Transaktion soll einerseits durch die direkte Einbringung von PBKM-Aktien durch einzelne PBKM-Aktionäre sowie im Wege eines öffentlichen Umtauschangebots („Umtauschangebot“) umgesetzt werden. Sowohl die direkte Einbringung der PBKM-Aktien als auch das Umtauschangebot erfolgen zum selben Umtauschverhältnis von jeweils eine (1) PBKM-Aktie für 1,3 neue Vita 34-Aktien.
14. Gegenüber der Vita 34 haben sich einzelne PBKM-Aktionäre (die „Direkt Einbringenden Aktionäre“) verpflichtet, insgesamt 6.373.170 PBKM-Aktien (dies entspricht rund 69,13% des derzeitigen PBKM Grundkapitals) direkt bei der Vita 34 einzubringen und insoweit nicht das Umtauschangebot anzunehmen. Den übrigen PBKM-Aktionären unterbreitet der Vita 34 Vorstand ein freiwilliges öffentliches Umtauschangebot zum Umtauschverhältnis.
15. Die für den Vollzug des Aktientauschs auszugebenden Vita 34-Aktien sollen im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der Vita 34-Aktionäre geschaffen werden. Der maximale Umfang der Sachkapitalerhöhung ist so bemessen, dass auf der Grundlage des Umtauschverhältnisses von 1,30 neuen Vita 34-Aktien für jeweils eine (1) PBKM-Aktie und der Annahme der vollständigen Einreichung der derzeit ausstehenden 9.204.487 PBKM-Aktien sowie der bis zu Stück 242.098 noch entstehenden neuen PBKM-Aktien aufgrund der Ausübung von Aktienoptionen und Incentive Aktien eine hinreichende Zahl von neuen Vita 34-Aktien für sämtliche eingereichten PBKM-Aktien ausgegeben werden kann. Der Umfang der Kapitalerhöhung beträgt daher bis zu EUR 12.280.560,00 durch Ausgabe von bis zu 12.280.560 neuen Vita 34-Aktien.

## 2. MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD

16. Zur Einschätzung der ökonomischen Situation zum Bewertungsstichtag und der zukünftigen Entwicklung der Vita 34 und der PBKM ist eine grundlegende Analyse des (makro-)ökonomischen Umfelds sowie eine Abschätzung über die weitere wirtschaftliche Entwicklung erforderlich. Dabei werden insbesondere die beiden für Vita 34 und PBKM relevanten Märkte für Nabelschnurblut und Stammzellen sowie für Immunzelltherapien analysiert.

### 2.1. Makroökonomische Situation und Ausblick

17. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt in diesem Zusammenhang auf Basis des Wachstums des realen Bruttoinlandsprodukts (im Folgenden „BIP“) sowie der Verbraucherpreisindizes der relevanten Regionen. Vita 34 erzielt Umsatzerlöse hauptsächlich in Deutschland und Spanien und zu einem geringeren Teil in der Schweiz, Dänemark, Österreich und einigen osteuropäischen Ländern. PBKM generiert Umsatzerlöse größtenteils in Polen, Portugal, Spanien, Ungarn, Rumänien, der Türkei und in Deutschland. Aufgrund dessen wird der Fokus auf diese Regionen gelegt. Im Wesentlichen wird dabei auf die im Folgenden dargestellten Informationen des Internationalen Währungsfonds (im Folgenden „IWF“) abgestellt:<sup>1</sup>

Prozentuale Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes

	2015	2016	2017	2018	2019	Prognose					
						2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Welt</b>	3,5	3,3	3,8	3,6	2,8	-3,3	6,0	4,4	3,5	3,4	3,3
<b>Europäische Union</b>	2,5	2,1	3,0	2,3	1,7	-6,1	4,4	3,9	2,3	1,9	1,6
<b>Deutschland</b>	1,5	2,2	2,6	1,3	0,6	-4,9	3,6	3,4	1,6	1,5	1,2
<b>Spanien</b>	3,8	3,0	3,0	2,4	2,0	-11,0	6,4	4,7	2,8	2,4	1,4
<b>Schweiz</b>	1,6	2,0	1,7	3,0	1,1	-3,0	3,5	2,8	1,4	1,8	1,2
<b>Österreich</b>	1,0	2,0	2,4	2,6	1,4	-6,6	3,5	4,0	2,3	2,0	1,8
<b>Dänemark</b>	2,3	3,2	2,8	2,2	2,9	-3,3	2,8	2,9	1,9	1,8	1,8
<b>Polen</b>	4,2	3,1	4,8	5,4	4,5	-2,7	3,5	4,5	4,0	3,0	2,9
<b>Portugal</b>	1,8	2,0	3,5	2,8	2,5	-7,6	3,9	4,8	2,5	2,3	1,8
<b>Ungarn</b>	3,8	2,1	4,3	5,4	4,6	-5,0	4,3	5,9	3,8	3,2	2,6
<b>Rumänien</b>	3,0	4,7	7,3	4,5	4,1	-3,9	6,0	4,8	3,8	3,7	3,5
<b>Türkei</b>	6,1	3,3	7,5	3,0	0,9	1,8	6,0	3,5	3,5	3,5	3,5

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

18. Nachdem bereits das Jahr 2019 durch eine Verlangsamung des globalen Wachstums geprägt war, belastet die Covid-19-Pandemie die wirtschaftliche Entwicklung im Jahr 2020 auf globaler Ebene. Für das Jahr 2020 wird ein Rückgang der globalen Wirtschaftsleistung von 3,3% erwartet. Dies spiegelt die wirtschaftlichen Auswirkungen der Sperrmaßnahmen, Kontaktbeschränkungen und des teilweisen Herunterfahrens einiger Wirtschaftsbereiche wider, die weltweit zur Eindämmung der Ausbreitung der Covid-19-Pandemie durchgeführt wurden. Nach dem Rückgang im Jahr 2020 wird erwartet, dass das globale Wachstum im Jahr 2021 mit der Lockerung der Beschränkungen und der graduellen Wiederaufnahme der wirtschaftlichen Aktivität

<sup>1</sup> Vgl. im Folgenden International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021.

wieder ansteigt (ca. +6,0%), um sich bis 2025 auf dem durchschnittlichen Niveau der vergangenen Jahre von 3,3% zu stabilisieren.

19. Auch Europa ist stark von den wirtschaftlichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie betroffen. Dies äußert sich in einem Rückgang des realen BIP von voraussichtlich 6,1% im Jahr 2020. Die wirtschaftliche Erholung in Westeuropa soll durch die Lockerung der Geldpolitik der Zentralbanken und die staatlichen Fiskalpakete unterstützt werden. Südeuropäische Länder wie Italien, Spanien oder Portugal waren noch stärker von der Covid-19-Pandemie und entsprechenden starken Lockdown-Maßnahmen betroffen als andere europäische Länder und werden voraussichtlich einen BIP-Rückgang von teilweise mehr als 10% im Jahr 2020 aufweisen.
20. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt darüber hinaus auf Basis der Entwicklung der Verbraucherpreisindizes:

Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex

	2015	2016	2017	2018	2019	Prognose					
						2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Welt</b>	2,7	2,7	3,2	3,6	3,5	3,2	3,5	3,2	3,1	3,1	3,1
<b>Europäische Union</b>	0,1	0,2	1,6	1,8	1,4	0,7	1,6	1,4	1,6	1,7	1,8
<b>Deutschland</b>	0,7	0,4	1,7	1,9	1,4	0,4	2,2	1,1	1,5	1,7	1,9
<b>Spanien</b>	-0,5	-0,2	2,0	1,7	0,7	-0,3	1,0	1,3	1,5	1,6	1,7
<b>Schweiz</b>	-1,1	-0,4	0,5	0,9	0,4	-0,7	0,1	0,3	0,8	0,9	1,0
<b>Österreich</b>	0,8	1,0	2,2	2,1	1,5	1,4	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0
<b>Dänemark</b>	0,2	0,0	1,1	0,7	0,7	0,3	1,1	1,4	1,5	1,6	1,7
<b>Polen</b>	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	3,2	2,5	2,5	2,5	2,5
<b>Portugal</b>	0,5	0,6	1,6	1,2	0,3	-0,1	0,9	1,2	1,3	1,4	1,5
<b>Ungarn</b>	-0,1	0,4	2,4	2,8	3,4	3,3	3,6	3,5	3,3	3,0	3,0
<b>Rumänien</b>	-0,6	-1,6	1,3	4,6	3,8	2,6	2,8	2,1	2,6	2,6	2,5
<b>Türkei</b>	7,7	7,8	11,1	16,3	15,2	12,3	13,6	11,8	11,0	11,0	11,0

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

21. Der IWF prognostiziert einen Preisanstieg von rd. 0,7% in der Europäische Union für das Jahr 2020. Die Inflation wird den Prognosen zufolge im Jahre 2021 wieder auf ihr historisches Niveau von 1,6% zurückkehren. Neben dem Wirtschaftswachstum trägt auch die anhaltende Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (im Folgenden „EZB“) dazu bei, die Teuerungsrate wieder in den anvisierten Korridor von „unter, aber nahe bei 2,0%“ zu treiben. In der Langzeitprognose wird – in Einklang mit dem Inflationsziel der EZB – eine Inflationsrate von 1,8% im Jahr 2025 im Euroraum erwartet.
22. Der Verbraucherpreisindex in Polen war im Jahr 2019 im Vergleich zur Eurozone wesentlich höher und ist in den letzten drei Jahren von 1,6% auf 3,4% gestiegen. Dies hat zu einer relativen Abwertung des polnischen Zloty gegenüber dem Euro geführt.

23. Das Gesamtumfeld von Blut- und Stammzellenbanken wie Vita 34 oder PBKM ist zudem durch die Entwicklung der jährlichen Neugeburten getrieben: <sup>2</sup>

Entwicklung der Geburtenzahlen pro Land (Tsd. Neugeborenen)

	2015	2016	2017	2018	2019	Prognose					
						2020	2021	2022	2023	2024	2025
Europäische Union	4.331	4.380	4.329	4.246	4.152	4.082	4.058	4.033	4.007	3.982	3.959
Deutschland	738	792	785	788	778	764	764	763	760	756	751
Spanien	418	409	391	371	358	365	363	361	360	359	359
Schweiz	87	88	87	88	86	85	85	84	84	84	84
Österreich	84	88	88	86	85	84	84	84	84	83	83
Dänemark	58	62	61	61	61	62	63	63	64	64	64
Polen	369	382	402	388	375	337	330	323	315	308	301
Portugal	86	87	86	87	87	86	85	85	84	84	84
Ungarn	92	95	95	93	93	89	89	89	89	89	88
Rumänien	202	206	211	203	186	173	170	166	163	160	157
Türkei	1.326	1.310	1.291	1.249	1.184	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Eurostat, Anzahl der Geburten ("Live Births") pro Jahr, Februar 2021

24. Die Zahl der Neugeborenen ist auf europäischer Ebene leicht rückläufig mit durchschnittlich -1,0% p.a. seit 2012. In Deutschland wurde in diesem Zeitraum ein leichter Anstieg der registrierten Neugeborenenzahlen verzeichnet, wobei die Zahl der Geburten jährlich um durchschnittlich 1,6% zunahm.
25. Diese Entwicklung steht im Gegensatz zu Spanien, wo die Zahl der Geburten in diesem Zeitraum stetig zurückgegangen ist (im Durchschnitt um 2,7% pro Jahr). In Polen betrug die Zahl der Neugeborenen in diesem Zeitraum durchschnittlich 376 Tsd. und ist in den letzten drei Jahren zurückgegangen. In Portugal ist die Zahl der Geburten mit durchschnittlich 86 Tsd. Geburten pro Jahr relativ stabil geblieben.

## 2.2. Entwicklung des Marktes für Nabelschnurblut und Stammzellen in Europa

### Marktgröße

26. Nabelschnurblut wird in der Transplantationsmedizin seit 1988 verwendet, als die erste allogene Transplantation von Stammzellen aus Nabelschnurblut durchgeführt wurde. Der weltweite Markt für Einlagerungen von Nabelschnurblut wird für 2019 auf USD 1,7 Mrd. (Umsatz) geschätzt<sup>3</sup>. Er umfasst mehr als 6,75 Mio. privat eingelagerte Nabelschnurblut-Einheiten und mehr als 750 Tsd. Nabelschnurblut-Proben, die weltweit in öffentlichen Nabelschnurblut-Banken zur Verfügung stehen und die für jeden Patienten in Not verwendet werden können.
27. Der gesamte europäische Markt für Einlagerungen von Nabelschnurblut wurde im Jahr 2019 auf USD 551 Mio. (Umsatz) geschätzt. Der europäische Markt ist in den letzten 5 Jahren mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von ca. 11% gewachsen. Er soll in

<sup>2</sup> Eurostat, Demographische Bilanzen und Indikatoren nach Art der Vorausberechnung, Februar 2012. Datenzugriff am 30. April 2021.

<sup>3</sup> Global Cord Blood Banking Services Market, Forecast to 2026, Calibre Research 2019.



auch den nächsten 7 Jahren um durchschnittlich ca. 11% auf USD 1.171 Mio. im Jahr 2026 wachsen.<sup>3</sup>

## Lagerungsquote

28. Nach Angaben der Parent's Guide to Cord Blood Foundation liegt die Einlagerungsquote von Nabelschnurblut in privaten Nabelschnurblutbanken (Anzahl eingelagerter Nabelschnurblutproben im Verhältnis zu jährlichen Geburten) in Europa bei knapp 2%.<sup>4</sup> Hinter dieser Zahl verbergen sich jedoch große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Nach Schätzungen schwankt die Einlagerungsquote in Europa länderspezifisch aktuell zwischen ca. 0% und 10%.<sup>5</sup> Als wesentliche Einflussfaktoren sind hier die Bereitschaft zur Eigenvorsorge, die entsprechend der Leistungsfähigkeit der Gesundheitssysteme unterschiedlich ausgeprägt ist, und die Bekanntheit des Produktangebots zum Zeitpunkt der Geburt oder davor zu nennen.<sup>6</sup> Die Lagerungsquote ist tendenziell in denjenigen Ländern höher, in denen die Bevölkerung einen größeren Teil der Gesundheitsausgaben privat bezahlt (z.B. Osteuropa).
29. Mit ca. 0,7% jährlich eingelagerter Nabelschnurblutproben von Neugeborenen gehört die Einlagerungsquote in Deutschland laut Daten der Parent's Guide to Cord Blood Foundation zu den niedrigsten in Europa.<sup>4</sup> Im Vergleich dazu ist die Speicherquote in ost- und südeuropäischen Ländern im Durchschnitt etwa fünf- bis sechsmal höher als in Deutschland. In Spanien und Portugal erreicht die Einlagerungsquote 3,0% bzw. 10,0%. In Polen lag die Quote im Jahr 2018 bei 3,0%.<sup>4</sup>
30. Demgegenüber bieten Länder wie bspw. Türkei und Deutschland ein starkes Wachstumspotential, da hier aufgrund hoher absoluten Geburtenzahlen, trotz relativ niedriger Nabelschnurblutlagerungsquoten, eine relativ hohe absolute Nabelschnurblutlagerung realisiert wird. In Deutschland konnten im Jahr 2019 ca. 5.4 Tsd. neue Nabelschnurblutproben gelagert werden.
31. Laut Daten des Statistisches Bundesamts gab es in Deutschland im Jahr 2017 ca. 785 Tsd. Schwangere. Den Zielmarkt bildet eine Teilmenge der Schwangeren, die einerseits erreichbar für Anbieter wie Vita 34 sind, einen zukünftigen Nutzen aus der Dienstleistung erwarten und über die notwendigen finanziellen Mittel verfügen.

## Anwendungen

32. Seit der ersten Nabelschnurblut-Transplantation im Jahr 1988 wurde Nabelschnurblut bei mehr als 42 Tsd. Transplantationen verwendet und zusammen mit peripherem Blut und Knochenmark als allgemein anerkannte Quelle für Stammzellen betrachtet.<sup>7</sup> Nabelschnurblut wird als

---

<sup>4</sup> Cell Trials Data, Parent's Guide to Cord Blood Foundation. Datenzugriff am 30. April 2021: <https://celltrials.org/maps-cell-and-gene-therapy/percentage-of-births-banking-cord-blood/germany>.

<sup>5</sup> Parent's Guide to Cord Blood Foundation, ab 2018. Die Lagerungsquote stellt die Anzahl der Einheiten dar, die (in privaten und öffentlichen Banken) im letzten Jahr mit verfügbaren Daten gespeichert wurden, geteilt durch die Anzahl der Geburten im selben Jahr und umgerechnet in einen Prozentsatz.

<sup>6</sup> Vita 34, Geschäftsbericht 2020.

<sup>7</sup> Cord Blood Infographic, Parent's Guide to Cord Blood Foundation, 2018. Datenzugriff am 30. April 2021: <https://parentsguidecordblood.org/en/cord-blood-infographic>.

Quelle von Stammzellen zur Heilung von ca. 80 Erkrankungen des Blutes und des Immunsystems verwendet.<sup>8</sup>

33. In den vergangenen Jahren ist die Verwendung von Nabelschnurblut für Stammzelltransplantationen weltweit zurückgegangen, da viele Onkologen inzwischen haploidentische Knochenmarktransplantationen präferieren. Die von der World Marrow Donor Association (WMDA) gemeldete Zahl der jährlichen Nabelschnurblut-Transplantationen sank von 4.150 im Jahr 2012 auf 2.783 im Jahr 2018.<sup>9</sup>
34. Aktuell laufen ca. 233 aktive Patientenstudien, die die Verwendung von Zellen aus Nabelschnurblut untersuchen und 291 Studien, die die Verwendung von Zellen aus Nabelschnurgeewebe untersuchen.<sup>10</sup> Die weitere Entwicklung neuer Anwendungen, insbesondere im Bereich der regenerativen Medizin, könnte ein zusätzlicher Beschleuniger für die Marktdurchdringung und das Wachstum in Ländern sein, in denen die Speicherquote derzeit niedrig ist.

## Wettbewerbsumfeld

35. Gemessen an der Gesamtzahl der eingelagerten Proben von 390 Tsd. und 247 Tsd. sind PBKM<sup>11</sup> und Vita 34<sup>12</sup> die beiden größten Anbieter in Europa. Innerhalb Europas konsolidiert sich der Nabelschnurblut-Bankmarkt seit über einem Jahrzehnt sowohl durch M&A-Transaktionen als auch durch Insolvenzen. Mitte der 2000er Jahre gab es in Europa mehr als 150 Marktakteure, heute sind es weniger als 100<sup>13</sup>. In Europa waren Vita 34 und PBKM (FamiCord) die wichtigsten Konsolidierer, die das anorganische Wachstum für ihre Expansion nutzten. Hierbei ist anzumerken, dass die ehemalige Nummer 2 in Europa, CryoSave (ca. 330 Tsd. Proben) im Jahr 2019 Insolvenz anmeldete. Die Lagerung der Proben von CryoSave wurde von FamiCord Suisse für die nächsten 5 Jahre übernommen und könnte zur Neuverteilung langfristiger Umsatzquellen führen, wenn ein Kunde die Verlängerung seiner Lagervereinbarungen mit einem der verbleibenden Anbieter beantragt. Stemlab, die größte Nabelschnurblutbank in Portugal, führte drei Akquisitionsgeschäfte durch, bevor sie von PBKM (FamiCord) übernommen wurde. Aktuell werden ca. 38% bzw. 9% aller in Europa gesammelten Nabelschnurblutproben von PBKM- bzw. Vita 34-Laboren verarbeitet.
36. Vita 34 ist der größte Anbieter von privaten Einlagerungen der DACH-Region.<sup>12</sup> Vita 34 hat Partnerschaften mit über 90% aller Entbindungskliniken in Deutschland.<sup>14</sup> Weitere Anbieter sind Eticur, das im September 2020 von PBKM übernommen wurde, und BioKryo, ein Unternehmen, das sich mit der Einlagerung von Humanzellen und Gewebe im Auftrag anderer Unternehmen

---

<sup>8</sup> Cord Blood Association, Indications for Utilization of Stored Umbilical Cord Blood, September 2019. Datenzugriff am 30. April 2021: <https://www.cb-association.org/indications-for-utilization-of-stored-umbilical-cord-blood>.

<sup>9</sup> WMDA Global Trends Report 2019, World Marrow Donor Association.

<sup>10</sup> Parent's Guide to Cord Blood Foundation, How Many Clinical Trials use Cord Blood or Cord Tissue, August 2020. Datenzugriff am 30. April 2021: <https://parentsguidecordblood.org/en/news/how-many-clinical-trials-use-cord-blood-or-cord-tissue>.

<sup>11</sup> PBKM Directors' Report 2020.

<sup>12</sup> Vita 34, Geschäftsbericht 2020.

<sup>13</sup> BioInformant, Cord Blood Industry Consolidation Escalates as 2021 Approaches, 2. März 2021. Datenzugriff am 30. April 2021: <https://bioinformant.com/cord-blood-industry/#more-10177>.

<sup>14</sup> Vita 34, Geschäftsbericht 2020.

beschäftigt (Business-to-Business-Aktivität). Eticur hält einen Anteil von rd. 12% am deutschen Markt für Familien-Stammzellbanken und hat Partnerschaften mit rd. 30% der ausschließlich in Deutschland tätigen Krankenhäuser. Der Konzern betreibt keine Zell- und Gewebebank oder Blut-/Gewebeverarbeitungs-einrichtung in Deutschland, und die Proben werden derzeit von einem deutschen Partner im Rahmen einer B2B-Vereinbarung verarbeitet und gelagert.<sup>15</sup>

37. In Polen ist der führende Spieler PBKM.<sup>16</sup> Weitere Anbieter sind Progenis (Nr. 2), eine Nabelschnurblutbank mit eigenem Labor, und Novum (Nr. 3), eine Fertilitätsklinik, die Stammzelleneinlagerung anbietet.<sup>17</sup>

## Regulierung in Europa

38. Die Entnahme, Verarbeitung und Einlagerung von menschlichen Gewebeproben und Zellen ist sowohl auf europäischer als auch auf nationaler Ebene streng geregelt. Auf der Ebene der Europäischen Union regelt die Richtlinie 2004/23/EG die Qualitäts- und Sicherheitsstandards für die Spende, Entnahme, Testung, Verarbeitung, Lagerung und Verteilung von menschlichen Gewebeproben und -zellen.
39. Die EU-Richtlinie wurde über das Arzneimittelgesetz („AMG“) in deutsches Recht umgesetzt, das die Entnahme, Einfuhr, Aufbereitung und Lagerung von Nabelschnurblutzellen und -geweben in Deutschland regelt (Herstellungserlaubnis nach §§ 13 / §§ 20 und Einfuhrerlaubnis nach §§ 72 des Arzneimittelgesetzes). In Deutschland erfolgt die Überwachung und Zulassung der Nabelschnurblutbanken und ihrer Präparate durch das Paul-Ehrlich-Institut (PEI). Das Institut erteilt Zulassungen zur Einlagerung von Nabelschnurblut nach dem Arzneimittelgesetz in Deutschland.
40. In Polen wird die Entnahme, Testung, Verarbeitung und Bereitstellung von menschlichen Gewebeproben und -zellen durch das Transplantationsgesetz geregelt. Die Nabelschnurblutbanken werden vom für das Gesundheitswesen zuständigen Ministerium genehmigt und vom Nationalen Zentrum für Gewebe- und Zellbanken weiter überwacht.
41. Lokale Regulierungen spielen in sämtlichen Ländern eine Rolle. So ist z.B. in Frankreich die Lagerung von Nabelschnurblut für den Eigenbedarf („autolog“) per Gesetz verboten, was zu einer der niedrigsten Lagerquoten in Europa mit ca. 0,1% führt.

## Auswirkungen der Covid-19-Pandemie

42. Die Covid-19-Pandemie hat hauptsächlich Vertriebs- und Marketingaktivitäten der Nabelschnurbanken beeinträchtigt. Durch Kontaktbeschränkungen waren die Blutbanken weniger gut in der Lage, ihre Kunden durch Informationsveranstaltungen, vorgeburtliche Treffen oder Gespräche mit trainierten Gynäkologen zu erreichen, welche die wichtigsten Kanäle für die Auf-

---

<sup>15</sup> PBKM Prospectus 2020, Oktober 2020.

<sup>16</sup> PBKM Directors' Report 2020.

<sup>17</sup> PBKM Prospectus 2020, Oktober 2020.

klärung über die Nabelschnurblut-Einlagerung sind. Obwohl Online-Kanäle und Online-Werbekampagnen für die Vermarktung von Nabelschnurblut-Einlagerungen genutzt werden, wird für das Jahr 2020 generell mit einem negativen Effekt der Covid-19-Pandemie auf Neueinlagerungen in Nabelschnurblutbanken gerechnet.

43. Die Forschung zur Verwendung von mesenchymalen Stammzellen (MSC) für die Behandlung von Covid-19-Patienten hat stark zugenommen. Die Nabelschnur ist eine der anerkannten Quellen für MSC-Zellen. Obwohl noch keine MSC-basierte Therapie zugelassen wurde, ist die Zahl der klinischen Studien auf Basis von MSC-Zellen auf ca. 40 Studien gestiegen.<sup>18</sup> Darüber hinaus wurden im Oktober 2020 drei Studien zur Verwendung von MSC-Zellen zur Behandlung von Covid-19 veröffentlicht: eine davon verwendete Nabelschnur als Stammzellquelle.<sup>18</sup> Nachrichten rund um die Entwicklung von Therapien auf Basis von MSC-Zellen aus der Nabelschnur könnten ein weiterer Katalysator für die Entwicklung der präventiven Einlagerung von Zellen aus Nabelschnurblut und -gewebe sein.

## 2.3. Entwicklung des Marktes für Immunzelltherapien

### Marktgröße

44. T-Zellen sind eine Unterart der weißen Blutkörperchen, die als Teil des Immunsystems des menschlichen Körpers funktionieren. Bei der T-Zell-Therapie werden T-Zellen isoliert und mit neuen Rezeptoren ausgestattet, um Krebszellen zu bekämpfen. Der erweiterte Markt dieser sog. T-Zell-Therapien, die zur Bekämpfung von Krankheiten wie Krebs eingesetzt werden, wird für 2019 auf einen Wert von USD 2,45 Mrd. geschätzt.<sup>19</sup> Innerhalb der T-Zell-Therapien ist die Therapie mit dem Chimären Antigenrezeptor (CAR) eine neuartige therapeutische Behandlung, bei der die weißen Blutkörperchen des Patienten so umgestaltet werden, dass sie die bösartigen Zellen erkennen und bekämpfen können. Bei dieser Therapie werden die T-Zellen der Person extrahiert, neu gebildet und dann wieder in den Körper der Person eingesetzt, wo sie sich vermehren und Krebszellen bekämpfen können.
45. Laut einer Marktstudie von Polaris Market Research wird der globale CAR-T-Zelltherapiemarkt im Jahr 2019 auf USD 482 Mio. geschätzt. Es wird erwartet, dass dieser Markt in den nächsten 7 Jahren um durchschnittlich ca. 34,5% pro Jahr wachsen soll.<sup>20</sup> McKinsey & Company erwartet, dass die globalen Umsatzerlöse des CAR-T-Zelltherapiemarkts bis 2024 auf ca. USD 10,4 Mrd. steigen werden.<sup>21</sup> Unternehmen, die Immunzellen von Patienten mit bösartigen Krebserkrankungen isolieren und lagern, sollen von der Entwicklung stark profitieren.
46. Die Marktentwicklung wird durch die wachsende Zahl an Patienten, die mit konventionellen Therapien nicht geheilt werden können, sowie durch die wachsende Zahl an Menschen, bei

---

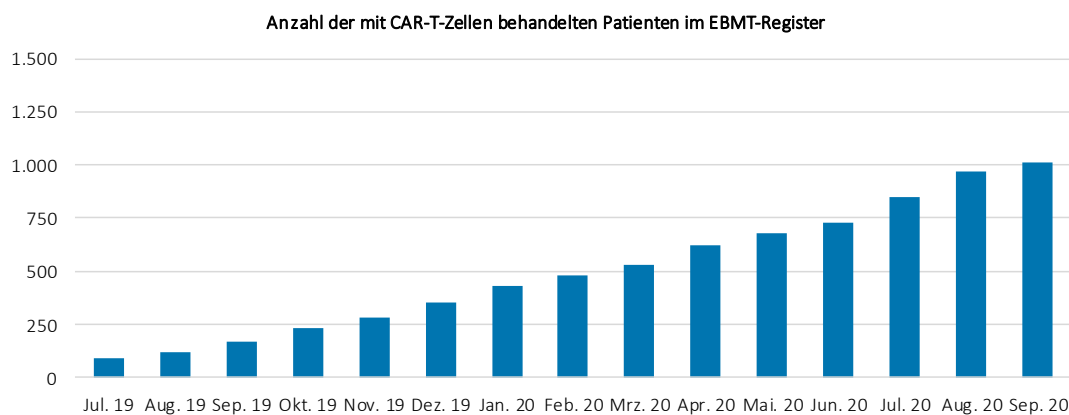
<sup>18</sup> Nature Research Journal, Insights into the use of mesenchymal stem cells in COVID-19 mediated acute respiratory failure, Nish Durand, Jorge Mallea & Abba C. Zubair, 26. Oktober 2020.

<sup>19</sup> Reports and Data, August 2020, The T-Cell Therapy Market by Type, by Type of Therapy, by End-Users and Segment Forecasts to 2027.

<sup>20</sup> Polaris Research, Februar 2020, CAR-T Cell Therapy Market Share, Size, Trends, Industry Analysis Report By Target Antigen; By Indication; By Regions: Segment Forecast, 2020 – 2026.

<sup>21</sup> McKinsey & Company, Driving the next wave of innovation in CAR T-cell therapies, Dezember 2019.

denen in Europa Krebs diagnostiziert wird, vorangetrieben. Nach den von der European Society for Blood and Marrow Transplantation (EBMT) gesammelten Daten hat sich die Zahl der mit CAR-T-Zellen behandelten Patienten seit Juli 2019 um das 10-fache auf ca. 1.000 erhöht.<sup>22</sup> Gemäß McKinsey & Company soll die global adressierbare Patientengruppe für CAR-T-Zelltherapien von 450 Tsd. in 2019 auf 2 Mio. in den nächsten 4 bis 9 Jahre steigen.<sup>23</sup>



Quelle: European Society for Blood and Marrow Transplantation (EBMT), 15 Oktober 2020.

47. Während es 2012 nur 12 klinische Studien gab, in denen Produkte für CAR-T-Zelltherapien untersucht wurden, sind es derzeit mehr als 500 Studien. Darüber hinaus kamen in den letzten drei Jahren drei CAR-T-Arzneimittel auf den Markt (Kymriah von Novartis, Yescarta von Gilead und Tecartus von Kite Pharma). Es wird erwartet, dass sich diese Zahl in den nächsten 5 Jahren verdoppelt.<sup>24</sup> Alle drei oben erwähnten CAR-T-Arzneimittel und die überwiegende Mehrheit (ca. 75%) der laufenden klinischen Studien nutzen autologe Behandlungen mit selbst gewonnenen Zellen.
  
48. Trotz der überzeugenden Wirksamkeitsdaten in klinischen Studien gibt es drei wesentliche Herausforderungen, die die Kommerzialisierung von Produkten für CAR-T-Zelltherapien beeinflussen: die komplexen Herstellungs- und Lieferketten, das kommerzielle „high-touch“ Modell und die Schwierigkeiten bei der Kostenerstattung (insbesondere in den USA). Die Herstellungs- und Lieferketten von Produkten für CAR-T-Zelltherapien sind geprägt von einer zentralisierten Produktion, geringen Skaleneffekte und hohen Herstellungskosten. Darüber hinaus ist eine komplexe Kühlkette notwendig und eine lange „vein-to-vein“ Zeit (Zeitspanne zwischen Beginn und Ende des Prozesses) erforderlich, was sich auf die Eignung der Patienten für eine CAR-T-Zelltherapie auswirkt. Das kommerzielle „high-touch“ Modell erfordert aufgrund der umfangreichen Betreuung der Patienten dementsprechend komplexe Schulungsanforderungen und führt somit zu hohen Kosten für die Einrichtung, Zertifizierung und Skalierung von Standorten.

<sup>22</sup> European Society for Blood and Marrow Transplantation (EBMT), 1,000 patients treated with CAR-T cells registered in the EBMT patient registry, 15. Oktober 2020: <https://www.ebmt.org/ebmt/news/1000-patients-treated-car-t-cells-registered-ebmt-patient-registry>.

<sup>23</sup> McKinsey & Company, Driving the next wave of innovation in CAR T-cell therapies, Dezember 2019.

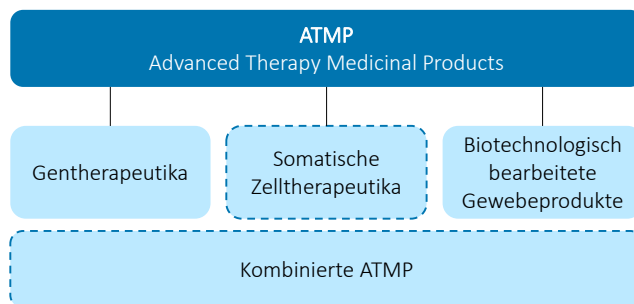
<sup>24</sup> BioInformant, Global CAR-T Cell Therapy Market – Market Size, Forecasts, Trials & Trends (2021), Dezember 2020.

Durch die Richtlinien der medizinischen Zentren ergibt sich eine wirtschaftliche Unsicherheit in Bezug auf die Kostenübernahme bzw. -erstattung von CAR-T-Zelltherapien. Eine verzögerte Vorabgenehmigung der Kostenübernahme bzw. -erstattung kann sich auf die CAR-T-Zulassung des Patienten auswirken.<sup>25</sup>

49. Angesichts der Kosten und der Komplexität der Herstellung und Lagerung autologer CAR-T-Zellen (Einzelfallbasis, Kryo-Konservierung und -transport) haben traditionelle Stammzellenbanken, wie z.B. Nabelschnurblutbanken, damit begonnen, Entnahme-, Verarbeitungs- und Lagerungsverfahren zu entwickeln, die auf den Bereich der sich entwickelnden Immunzelltherapien ausgerichtet sind. Sie wollen ihre Fähigkeiten auf dem Gebiet der Zell- und Gewebekonservierung nutzen, um von der wachsenden Größe des CAR-T-Zelltherapiemarktes als zusätzliche Entwicklungsquelle in den kommenden Jahren zu profitieren.
50. Stammzellenbanken planen sich auf dem Markt für die präventive Lagerung von T-Zellen für deren Anwendung im Rahmen der CAR-T-Zelltherapien zu positionieren. Hierbei sollen Kapazitäten sowohl für die präventive als auch für die präemptive Lagerung (wenn bei einem Patienten bereits Krebs diagnostiziert wurde) von Immunzellen für Zelltherapien angeboten werden.

## Regulierung in Europa

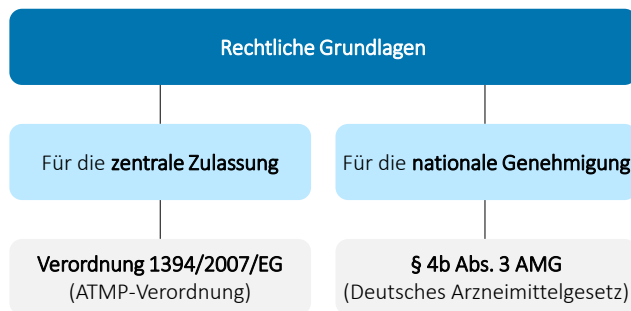
51. Zelltherapien fallen neben anderen für Medizinprodukte relevanten Regelungen unter die EU-Richtlinie 1394/2007/EG über Medizinprodukte für neuartige Therapien (Advanced Therapy Medical Products, „ATMP“), d.h. Medizinprodukte, die aus Zellen, Genen oder Gewebe bestehen. Sie werden auch durch die EU-Richtlinie 2004/23/EC über Qualitäts- und Sicherheitsstandards für die Entnahme, Testung und Verarbeitung von Gewebe und Zellen geregelt, die für menschliches Gewebe, Zellen und daraus hergestellte Produkte gilt.



52. Artikel 28 der Verordnung 1394/2007/EG sieht eine Ausnahmeregelung vor, auf deren Basis die einzelnen Mitgliedstaaten der EU ATMP auch auf nationaler Basis genehmigen können. Eine

<sup>25</sup> McKinsey & Company, Driving the next wave of innovation in CAR T-cell therapies, Dezember 2019.

entsprechende Regelung für Deutschland wurde mit § 4b Abs. 3 i.V.m. § 21a Abs. 2-8 des Arzneimittelgesetzes implementiert.<sup>26</sup>



53. Bevor solche Produkte europaweit vertrieben werden dürfen, müssen ATMP-Produkte zentral vom Ausschuss für neuartige Therapien (Committee for Advanced Therapies, "CAT") der Europäischen Arzneimittelagentur (European Medicines Agency, "EMA") bewertet werden. Auf Basis der EMA-Empfehlung genehmigt die EU-Kommission dann die Vermarktung von CAR-T-Arzneimitteln auf dem europäischen Markt.
54. Die Herstellung von Zelltherapien wird in Europa durch die „Good Manufacturing Practices for Advanced Therapy Medicinal Products“ (Richtlinien zur Qualitätssicherung der Produktionsabläufe und -umgebung in der Produktion von Arzneimitteln und Wirkstoffen) gesteuert. Die Genehmigung und Überwachung von klinischen Studien und von der Herstellung von ATMP liegt in der Verantwortung der zuständigen nationalen Gesundheitsbehörden. In Deutschland und Polen werden die klinische Untersuchung und Herstellung von Medizinprodukten auf Basis von Stamm- und Immunzellen durch das lokale Arzneimittelgesetz geregelt und werden vom Paul-Ehrlich-Institut in Deutschland und der zentralen pharmazeutischen Inspektion (Central Pharmaceutical Inspectorate) in Polen genehmigt.

<sup>26</sup> Paul-Ehrlich-Institut, Arzneimittel für neuartige Therapien - ATMP, Juli 2012.

## 3. BEWERTUNGSOBJEKTE

55. In dieser Gutachtlichen Stellungnahme sind zwei Bewertungsobjekte, Vita 34 und PBKM, im Zusammenhang mit der Geplanten Transaktion zu bewerten.

### 3.1. Bewertungsobjekt Vita 34

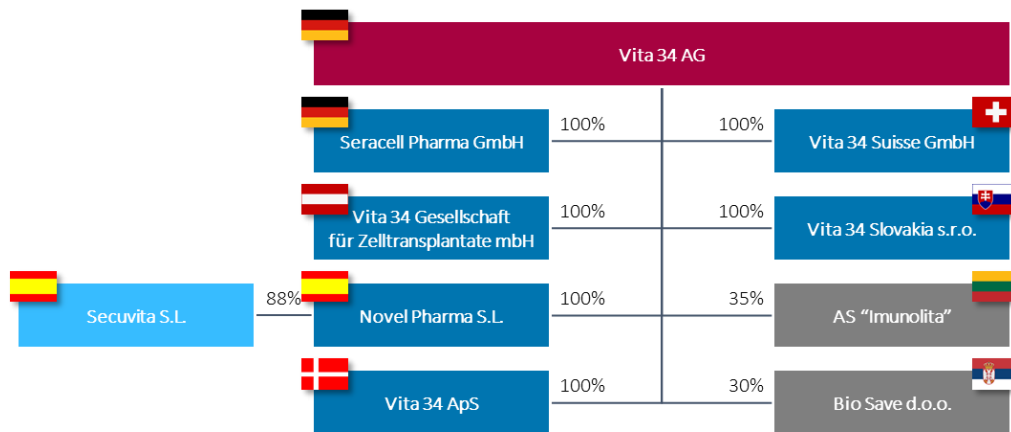
#### 3.1.1. Unternehmenshistorie

56. Vita 34 wurde 1997 unter dem Namen Vita 34 Gesellschaft für Zelltransplantate mbH in Leipzig gegründet. Vita 34 erweiterte die Aktivitäten in Spanien mit der Übernahme von Secuvita im Jahr 2010. Ein Jahr später wurde Vita 34 Slovakia gegründet, um die Präsenz auf dem lokalen Markt weiter auszubauen. Im Jahr 2013 übernahm Vita 34 in Deutschland die Stellacure GmbH und erhielt im selben Jahr die Erlaubnis, Nabelschnurgewebe in Deutschland zu sammeln, zu verarbeiten und zu lagern. Vita 34 wurde die erste Stammzellbank, die sowohl Stammzellen aus Nabelschnurblut als auch mesenchymale Stammzellen aus Nabelschnurgewebe in Deutschland einlagern durfte.
57. Im Jahr 2014 begann Vita 34 eine Zusammenarbeit mit dem Fraunhofer-Institut für Zelltherapie und Immunologie zur Erforschung der Kryo-Konservierung von autologem Fettgewebe.
58. Um die Expansion in Nordeuropa zu beschleunigen, erwarb Vita 34 im Jahr 2015 die StemCare Group, eine lokale Stammzellenbank mit ca. 12 Tsd. Einheiten. Diese Transaktion ermöglichte Vita 34 den Eintritt in den skandinavischen Markt. Das Unternehmen wurde später in Vita 34 ApS umbenannt. Im selben Jahr erwarb Vita 34 auch Vivocell Biosolutions (Österreich).
59. Im Jahr 2015 erwarb Vita 34 Minderheitsbeteiligungen an ihren lokalen Vertriebspartnern AS „Imunolita“ im Baltikum und Bio Save in der Balkanregion. Im Rahmen dieser verstärkten Zusammenarbeit sind die Vertriebspartner für den Vertrieb und die Vermarktung der Nabelschnurblut-Einlagerung im Auftrag von Vita 34 in ihren jeweiligen Regionen zuständig, während die Proben durch Vita 34 in Leipzig eingelagert werden.
60. Im Jahr 2017 festigte Vita 34 die führende Position als Nabelschnurbank auf dem deutschen Markt mit der Übernahme der Seracell Pharma. Ein Jahr später, wurde mit der Vita 34 Suisse GmbH eine lokale Niederlassung in der Schweiz gegründet, um den DACH-Markt breiter abzudecken.
61. Produktseitig entwickelte Vita 34 im Jahr 2012 ein Verfahren zur Konservierung von Nabelschnurgewebe, das die Entnahme mesenchymaler Stammzellen als Ausgangszellen für die regenerative Medizin ermöglicht. Seit 2013 ist Vita 34 die einzige private Stammzellbank in Deutschland, die auch Nabelschnurgewebe nach GMP-Richtlinien (Gute Herstellungspraxis für Arzneimittel) einlagern darf.



3.1.2. Rechtliche Verhältnisse

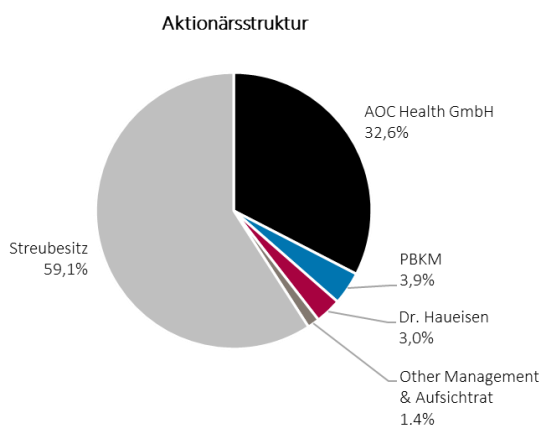
- 62. Vita 34 ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Leipzig. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Leipzig unter HRB 20339 eingetragen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
- 63. Die Konzernstruktur der Vita 34 stellt sich wie folgt dar:



- 64. Vita 34 AG als Konzernmutter hält 100% der Anteile an der Seracell Pharma GmbH (Deutschland), Vita 34 Gesellschaft für Zelltransplantate mbH (Österreich), der Novel Pharma S.L. (Spanien), Vita 34 ApS (Dänemark), Vita 34 Suisse GmbH (Schweiz) und Vita 34 Slovakia s.r.o. (Slowakei). Die Novel Pharma S.L. hält wiederum 88% der Anteile an der Secuvita S.L. (Spanien). Vita 34 AG hält darüber hinaus Minderheitsanteile an der AS "Imunolita" (Litauen) und der Bio Save d.o.o. (Serbien). Die Seracell Pharma GmbH, Novel Pharma S.L., Secuvita S.L., Vita 34 Gesellschaft für Zelltransplantate mbH und Vita 34 ApS werden im Konzern konsolidiert. Vita 34 verzichtet bei der Vita 34 Slovakia s.r.o und der Vita 34 Suisse GmbH auf die Einbeziehung in den Konzernabschluss aufgrund von untergeordneter Bedeutung.
- 65. Gemäß Satzung der Vita 34 ist der Unternehmensgegenstand das Einlagern und der Vertrieb von Zellen, Zellgeweben, Blutprodukten zur Therapie und Transplantation, sowie die Entwicklung, Herstellung und der Vertrieb von Medizinprodukten und vergleichbarer Geschäfte im In- und Ausland.
- 66. Das Grundkapital der Vita 34 beläuft sich auf EUR 4.145.959,00 und ist eingeteilt in 4.145.959 auf den Namen lautenden nennwertlosen Stammaktien. Der Vorstand ist durch einen Beschluss der Hauptversammlung ermächtigt, das Aktienkapital des Unternehmens bis Juni 2024 um EUR 2.072.979,00 durch die Emission von 2.072.979 neuen, auf den Namen lautenden nennwertlosen Stammaktien gegen Bar- oder Sacheinlage zu erhöhen.
- 67. Als börsennotierte Muttergesellschaft des Konzerns sind die Vita 34-Aktien unter der International Securities Identification Number (ISIN) DE000A0BL849 und dem Börsenkürzel V3V zum Handel im regulierten Markt an der Wertpapierbörse in Frankfurt am Main (Prime Standard) und den übrigen deutschen Wertpapierbörsen zugelassen. Des Weiteren werden die Aktien

über das Handelssystem XETRA gehandelt. Die Erstnotierung erfolgte am 27. März 2007. Die Aktie gehört derzeit dem CDAX, Prime All Share, dem CDAX Technology All Share, dem DAX-Subsektor Biotechnology, und dem DAX-Subsektor Pharma & Healthcare an.

68. Der größte Teil der Aktien an der Vita 34 befindet sich im Streubesitz (59,1%). Größter Einzelaktionär ist die AOC Health GmbH („AOC Health“), welche direkt rund 32,6% und indirekt über die PBKM weitere rund 3,9% an der Vita 34 hält. Als weitere Großaktionäre sind der Privatinvestor Dr. Hauelsen mit 3,0% sowie weitere Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder (ca. 1,4%) zu nennen:



69. Die Vita 34 verfügte zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2020 über eigene Anteile in Höhe von 47.806 Stück (ca. 1,15% des gezeichneten Kapitals).<sup>27</sup>
70. Der Vorstand der Vita 34 besteht aus Herrn Dr. Wolfgang Knirsch (Vorstandsvorsitzender, CEO) und Herrn Falk Neukirch (Finanzvorstand, CFO). Vorsitzender des Aufsichtsrats ist Herr Florian Schuhbauer, der den Hauptaktionär (AOC Health) vertritt.

### 3.1.3. Wirtschaftliche Grundlagen

#### 3.1.3.1. Geschäftsmodell

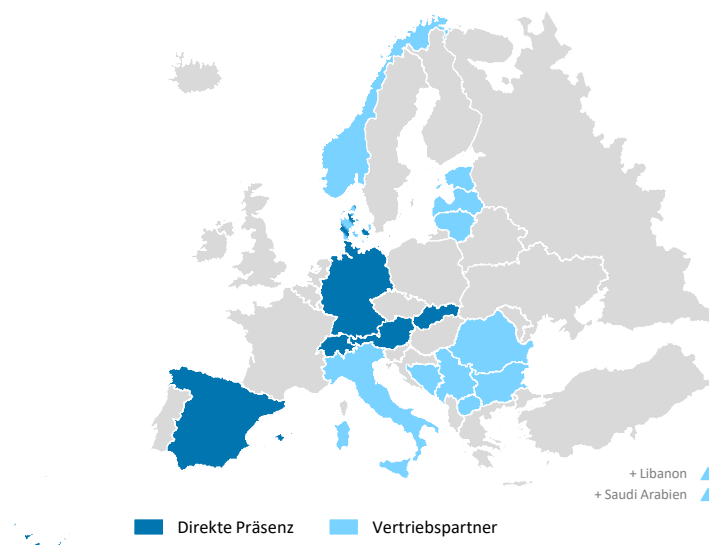
71. Gemessen an der Anzahl der gelagerten Proben ist Vita 34 die größte private Nabelschnurblutbank im deutschsprachigen Raum mit ca. 247 Tsd. eingelagerten Proben (Stand: Dezember 2020). Vita 34 ist ein Full-Service-Dienstleister, der in der Entnahme, Aufbereitung und Lagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut und Nabelschnurgewebe tätig ist. Das Geschäftsmodell umfasst die Aktivitäten Stammzellbanking, Klinikgeschäft und Entwicklungsprojekte bzw. neue Initiativen.
72. Der Bereich Stammzellenbanking umfasst Aktivitäten im Zusammenhang mit der Einlagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut und Nabelschnurgewebe und der damit verbundenen

---

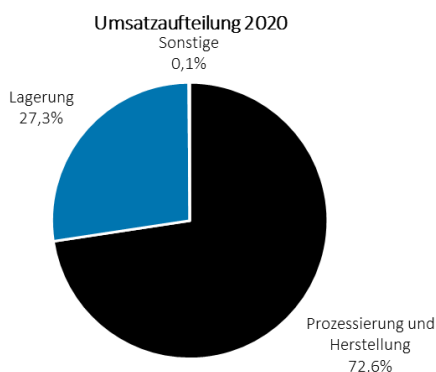
<sup>27</sup> Vita 34, Geschäftsbericht 2020

Präventionsdiagnose. Vita 34 ist während des gesamten Prozesses der Einlagerung, d.h. von der Kundenakquise über die Blutentnahme bis hin zur Einlagerung der Zellen, tätig. Zudem schult und informiert Vita 34 Ärzte und Hebammen, die für den Kontakt mit den Familien zuständig sind. Zukünftige Kunden haben die Möglichkeit, Blutentnahmesets zu bestellen, die für den sicheren Versand der Nabelschnurblutproben an die Labors verwendet werden. Der Versand an Vita 34 erfolgt über Kurier innerhalb von 72 Stunden nach Blutentnahme. Die eingegangenen Proben werden daraufhin analysiert, um Krankheiten oder sonstige Umstände zu erkennen, die die Einlagerung oder zukünftige Verwendung der Stammzellen verhindern könnten. Die Stammzellen werden dann extrahiert und für die Einlagerung vorbereitet. Die Zellen werden schließlich in speziellen Tanks bei einer Temperatur von minus 180°C über einen längerfristigen Zeitraum (abhängig von Verträgen und möglichen Verlängerungen) gelagert.

73. In Deutschland ist Vita 34 eine zertifizierte Stammzellbank, die vom Paul-Ehrlich-Institut zugelassen wurde. Seit 2018 hat Vita 34 die Akkreditierung nach NetCord-FACT-Standard erhalten, die mit diesem Zertifikat den Qualitätsstandard der Stammzellbankaktivitäten von Vita 34 international bestätigt. Die Zertifizierung gilt für den gesamten Prozess von der Entnahme über die Verarbeitung und Lagerung der Proben bis hin zu deren therapeutischer Anwendung. Vita 34 verfügt über zahlreiche Zulassungen für die Entnahme, Einfuhr, Aufbereitung und Konservierung von Zellen aus Nabelschnurblut und verwandten Arzneimitteln nach dem AMG. Darüber hinaus verfügt Vita 34 über die Genehmigung zur Abgabe von Stammzellen sowohl zur persönlichen Verwendung oder der anderer Personen. Sie ist auch die einzige deutsche Stammzellbank, die sowohl Nabelschnurblut als auch Nabelschnurgewebe sammeln und einlagern darf.
  
74. Vita 34 ist direkt oder über Vertriebspartner in ca. 20 Ländern Europas präsent. In den Ländern, in denen Vertriebspartner für Vita 34 tätig sind, sind diese für die lokalen Beziehungen zu Kliniken und Endkunden zuständig. Die vor Ort gesammelten Proben werden dann zur Einlagerung nach Deutschland geschickt.



75. Vita 34 weist die Umsatzerlöse nach Art der erbrachten Dienstleistung aus, je nachdem, ob es sich um die Verarbeitung und Aufbereitung neuer Stammzellproben vor ihrer Einlagerung handelt oder ob es sich um Umsatzerlöse aus der Einlagerung selbst handelt.
76. Vita 34 erzielt den größten Teil der Umsatzerlöse aus der Langzeiteinlagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut und -gewebe. Diese Umsatzerlöse setzen sich aus zwei Komponenten zusammen: Umsatzerlöse aus der Prozessierung und Herstellung, die in dem Jahr anfallen, in dem neue Proben entnommen und eingelagert wurden, und Umsatzerlöse aus der Einlagerung, die im Laufe der Zeit für die langfristige Lagerung der verarbeiteten Proben anfallen.



### 3.1.3.2. Unternehmensstrategie

77. Im Rahmen des Kerngeschäfts, der Langzeiteinlagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut und -gewebe, konzentriert sich die Strategie von Vita 34 auf die Stabilisierung und den weiteren Ausbau ihrer Marktdurchdringung in der DACH-Region und in Europa. Dazu gehört das Management des Produktportfolios mit der Einführung neuer Produkte wie bspw. VitaPur, einem Angebot mit geringeren Vorauszahlungen und höherer wiederkehrender Jahresgebühr, sowie ein aktives Life-Cycle-Management, da zunehmend in der Vergangenheit abgeschlossene und vorausbezahlte Verträge für eine Vertragsverlängerung in Frage kommen.
78. Die Strategie von Vita 34 umfasst darüber hinaus Forschungs- und Entwicklungsmaßnahmen zur Erweiterung des Produktportfolios. Das Unternehmen soll sich von einer Stammzellbank mit Fokus auf Stammzellen aus Nabelschnurblut zu einer breiteren Zellbank entwickeln, die darüber hinaus die Lagerung von Fett- und Immunzellen anbietet. Das Unternehmen wird sich daher bei Forschung und Entwicklung auf zwei Hauptbereiche konzentrieren: (i) die Identifizierung, Isolierung und Charakterisierung von Immunzellen aus dem peripheren Blut für Anwendungen in Immunzelltherapien und (ii) die Entnahme von Stammzellen aus Fettgeweben Erwachsener für Anwendungen im Bereich der ästhetischen Medizin.
79. Anorganisches Wachstum ist ebenfalls Teil der Entwicklungsstrategie des Unternehmens auf opportunistischer Basis. Vita 34 zieht auch Ad-hoc-Akquisitionen in Betracht, um sich vertikal

entlang der Wertschöpfungskette weiter zu integrieren oder horizontal, um die Position auf ausländischen Märkten zu verstärken.

### 3.1.4. Ertrags- und Vermögenslage

80. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags- und Vermögenslage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen. Im Folgenden wird die Entwicklung der Ertragslage der Vita 34 für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 sowie die Vermögenslage zum 31. Dezember 2018, zum 31. Dezember 2019 und zum 31. Dezember 2020 analysiert.

#### 3.1.4.1. Ertragslage

81. Die nachfolgende Übersicht stellt die historische Ertragslage der Vita 34 für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 dar:

Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Tsd.	Historie		
	2018	2019	2020
<b>Gesamtleistung</b>	<b>20.384</b>	<b>19.934</b>	<b>20.069</b>
Wachstum in %	6,2%	-2,2%	0,7%
Materialaufwand	-3.397	-3.315	-3.412
<b>Rohertrag</b>	<b>16.986</b>	<b>16.619</b>	<b>16.657</b>
in % der Gesamtleistung	83,3%	83,4%	83,0%
Personalaufwand	-6.250	-5.759	-5.635
Sonstige betriebliche Erträge	716	544	590
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-6.729	-5.970	-6.269
<b>EBITDA</b>	<b>4.722</b>	<b>5.434</b>	<b>5.343</b>
in % der Gesamtleistung	23,2%	27,3%	26,6%
Abschreibungen	-2.092	-2.980	-2.964
<b>EBIT</b>	<b>2.631</b>	<b>2.454</b>	<b>2.379</b>
in % der Gesamtleistung	12,9%	12,3%	11,9%
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-846	-140	-110
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>1.784</b>	<b>2.314</b>	<b>2.269</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-952	-1.595	-768
Effektive Steuerquote (in %)	53,4%	68,9%	33,8%
<b>Jahresergebnis</b>	<b>832</b>	<b>719</b>	<b>1.501</b>
in % der Gesamtleistung	4,1%	3,6%	7,5%

82. Die Gesamtleistung<sup>28</sup> ist zwischen 2018 und 2019 gesunken und von 2019 bis 2020 relativ stabil geblieben. Der Rückgang der Gesamtleistung in 2019 resultiert v.a. aus geringeren Umsatzerlösen in Regionen außerhalb der DACH-Region, was u.a. durch einen Wechsel des Vertriebspartners im internationalen Geschäft bedingt ist. Hinter der stabilen Umsatzentwicklung im Jahr 2020 verbergen sich Unterschiede zwischen der DACH-Region, in der die Umsatzerlöse im

<sup>28</sup> Im Gegensatz zu PBKM wird bei Vita 34 auf die Gesamtleistung abgestellt. Die Gesamtleistung der Vita 34 besteht im letzten historischen Jahr 2019 aus Umsatzerlösen (100,4%) sowie aus negativen Bestandsveränderungen (-0,4%). Auch im ersten Planjahr 2020 ist die Aufteilung ähnlich (Umsatzerlöse: 99,7%; Bestandsveränderung: 0,3%).

Jahr 2020 weiter anstieg, und den südeuropäischen Ländern, in denen die Aktivität durch die negativen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie beeinträchtigt wurde.

83. Die Rohertragsmarge verbesserte sich zwischen 2018 und 2019 um 0,1 Prozentpunkte durch sinkende bezogene Fremdleistungen bei insgesamt stabilen Umsatzerlösen. Die Umsatzerlöse wiederum weisen über den Zeitraum einen steigenden Anteil an Umsatzerlösen aus Einlagerung auf, die mit geringeren Materialkosten einhergehen. Der Materialaufwand stieg daraufhin im Jahr 2020 aufgrund des Anstiegs der Kosten für Labordiagnostik und Logistik.
84. Der Personalaufwand konnte im dargestellten Zeitraum von EUR 6,2 Mio. in Jahr 2018 auf EUR 5,6 Mio. im Jahr 2020 aufgrund erhöhter außerordentlicher Aufwendungen für Personalumstrukturierungen im Jahr 2017 sowie Kostensenkungen in Verbindung mit einer Verringerung der Mitarbeiteranzahl reduziert werden. Die Zahl der Mitarbeiter sank in diesem Zeitraum von 123 im Jahr 2018 auf 116 im Jahr 2020.
85. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sanken von EUR 6,7 Mio. im Jahr 2018 bis auf EUR 6,3 Mio. in 2020. Dies war hauptsächlich auf die Umsetzung von Kostensenkungsmaßnahmen und insbesondere die Einstellung der eigenen Marketingaktivitäten in Skandinavien zurückzuführen, nachdem seit dem Markteintritt im Jahr 2015 dort kein nachhaltig positives Neukundengeschäft etabliert werden konnte. Des Weiteren konnten die Verwaltungskosten zwischen 2017 und 2019 um mehr als 5% gesenkt werden, und die Neuausrichtung des internationalen Geschäfts mit den Vertriebspartnerwechsel und der Einstellung der Direktvertriebsaktivitäten in Skandinavien im Jahr 2018 führte zu einer geringeren Aufwandsquote. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2020 wurden durch die Beratungskosten im Zusammenhang mit der Geplanten Transaktion geprägt.
86. Das EBITDA erhöhte sich zwischen den Jahren 2018 und 2020 von EUR 4,7 Mio. auf EUR 5,3 Mio. aufgrund der deutlichen Verringerung aller Aufwendungen bei leicht sinkenden Umsatzerlösen. Damit ging eine Verbesserung der EBITDA-Marge von 23,2% im Jahr 2018 auf 26,6% im Jahr 2020 einher, die im Jahr 2019 zudem durch die Erstanwendung des IFRS 16 positiv beeinflusst wurde. Auch das EBIT stieg im dargestellten Zeitraum analog zum EBITDA und wurde teilweise durch Abschreibungseffekte aus der Kaufpreisallokation Seracell im Jahr 2018 und einem leichten Anstieg der Abschreibungen im Jahr 2019 infolge der Einführung von IFRS 16 gegenläufig beeinflusst. Der Anstieg der Abschreibungen im Jahr 2020 steht im Zusammenhang mit einer Korrektur der Abschreibungsmethode für die Abschreibung von erworbenen Einlagerungsverträgen, die unter den immateriellen Vermögenswerten verbucht wurden.
87. Das Finanzergebnis verbesserte sich ab 2019 infolge einer außerordentlichen Abschreibung auf ein Darlehen an die nicht konsolidierte slowakische Tochtergesellschaft im Jahr 2018.
88. Die Ertragssteuern stiegen in den Jahren 2018 und 2019 im Zusammenhang mit der Verbesserung der Ertragslage von Vita 34. Die Einkommenssteuer in den Jahren 2018 und 2019 wurde zusätzlich durch einen Einmaleffekt aus der Teilwertabschreibung auf Steuerforderungen beeinflusst.
89. Insgesamt stieg das Jahresergebnis von EUR 0,8 Mio. in 2018 auf EUR 1,5 Mio. im Jahr 2020.

3.1.4.2. Vermögenslage

90. Im Folgenden wird die historische Vermögenslage der Vita 34 für die Jahre 2018 bis 2020 dargestellt:<sup>29</sup>

Aktiva in EUR Tsd.	Historie		
	2018	2019	2020
Geschäfts- oder Firmenwert	18.323	18.323	18.323
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	19.990	16.160	14.230
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>38.313</b>	<b>34.483</b>	<b>32.553</b>
Sachanlagen	6.908	7.285	7.444
Nutzungsrechte Leasing	-	1.905	1.467
<b>Sachanlagen</b>	<b>6.908</b>	<b>9.190</b>	<b>8.911</b>
<b>Anlagevermögen</b>	<b>45.221</b>	<b>43.673</b>	<b>41.464</b>
<b>Vorräte</b>	<b>456</b>	<b>294</b>	<b>372</b>
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3.832	3.511	3.752
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	1.707	1.571	1.603
Ertragsteuerforderungen	845	84	758
Nicht frei verfügbare Zahlungsmittel	296	540	119
<b>Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände</b>	<b>6.680</b>	<b>5.706</b>	<b>6.232</b>
<b>Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten</b>	<b>6.960</b>	<b>9.102</b>	<b>10.396</b>
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>14.096</b>	<b>15.102</b>	<b>17.000</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>59.317</b>	<b>58.775</b>	<b>58.464</b>

91. Die immateriellen Vermögenswerte bestehen aus erworbenen Verträgen, Patenten, Lizenzen, Kundenbeziehungen, Markennamen und aktivierten Entwicklungskosten und verringerten sich von EUR 38,3 Mio. in 2018 auf EUR 32,6 Mio. im Jahr 2020 aufgrund von Abschreibungen der in diesem Zeitraum erworbenen immateriellen Vermögenswerte (namentlich von Sera cell) und des Verkaufs anderer Vermögenswerte. Die Reduzierung der immateriellen Vermögenswerte im Jahr 2020 ist auf die Anpassungen der Abschreibungsmethode für die erworbenen Einlageverträge nach einer Überprüfung durch die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) zurückzuführen.
92. Die Sachanlagen stiegen von EUR 6,9 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 8,9 Mio. in 2020 einerseits aufgrund der Investitionen in technische Anlagen und andererseits der mit der Einführung von IFRS 16 verbundenen Aktivierung der Nutzungsrechte aus Leasing von Mieträumen und Fahrzeugen.
93. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände verringerten sich von EUR 6,7 Mio. in 2018 auf EUR 5,7 Mio. in 2019 größtenteils aufgrund geringerer Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie durch den Verkauf von Wertpapieren. Der Rückgang im Jahr 2019 war durch einen Einmaleffekt aus der Wertberichtigung von Steuerforderungen geprägt.<sup>30</sup> Im Jahr 2020 sind die Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände auf EUR 6,2 Mio. gestiegen.

<sup>29</sup> Bilanzwerte beziehen sich jeweils auf den 31. Dezember des Jahres.

<sup>30</sup> Vita 34, Geschäftsbericht 2020.

94. Die liquiden Mittel erhöhten sich im dargestellten Zeitraum um 49% auf EUR 10,4 Mio. in 2020.

Passiva in EUR Tsd.	Historie		
	2018	2019	2020
<b>Eigenkapital</b>	<b>29.546</b>	<b>28.048</b>	<b>29.535</b>
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpf.	-	56	86
Rückstellungen	164	118	73
<b>Rückstellungen</b>	<b>164</b>	<b>174</b>	<b>159</b>
Verbindlichkeiten Kreditinstitute	6.974	5.281	3.766
Verbindlichkeiten Mietkauf	163	102	60
Leasingverbindlichkeiten	-	1.902	1.477
Kontokorrentkredit	-	-	-
Sonstige Finanzschulden	598	76	142
<b>Verzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>7.736</b>	<b>7.361</b>	<b>5.445</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.106	1.266	1.318
Abgegrenzte Zuwendungen	890	842	797
Vertragsverbindlichkeiten	14.158	14.747	15.122
Latente Ertragsteuern	4.306	4.410	4.684
Sonstige Verbindlichkeiten	1.118	1.224	972
Ertragsteuerverbindlichkeiten	294	703	432
<b>Unverzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>21.872</b>	<b>23.192</b>	<b>23.325</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>59.317</b>	<b>58.775</b>	<b>58.464</b>

95. Das Eigenkapital ist über den Zeitraum relativ stabil geblieben und hat sich entsprechend dem Anstieg der Gewinnrücklagen zwischen 2018 und 2020 entwickelt.
96. Die verzinslichen Verbindlichkeiten verringerten sich zwischen den Jahren 2018 und 2020 von EUR 7,7 Mio. auf EUR 5,4 Mio. Der Rückgang ist hauptsächlich auf die planmäßige Rückzahlung von Darlehen in den vergangenen beiden Jahren zurückzuführen. Des Weiteren wurden durch die Einführung von IFRS 16 im Jahr 2019 erstmals Leasingverbindlichkeiten i.H.v. EUR 1,9 Mio. passiviert.
97. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten bewegen sich auf einem relativ stabilen Niveau zwischen EUR 21,9 Mio. und EUR 23,3 Mio. und bestehen im Wesentlichen aus Vertragsverbindlichkeiten, latenter Ertragsteuern, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstigen Verbindlichkeiten. Die Vertragsverbindlichkeiten umfassen von Kunden vorab vereinnahmte Lagergebühren für Zeiträume zwischen einem Jahr und 50 Jahren sowie im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen übernommene Verpflichtungen zur Lagerung von Stammzellendepots über bestimmte Vertragsdauern. Die Höhe der Vertragsverbindlichkeiten in der Historie ist v.a. durch das Modell der Einmalzahlungen getrieben

### 3.1.5. SWOT-Analyse

98. Im Folgenden wird eine Positionsbestimmung von Vita 34 aus interner Sicht (Unternehmens- und Ressourcenanalyse) anhand der Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie aus externer Sicht (Markt- und Wettbewerbsanalyse) anhand von Gelegenheiten und Gefahren, welche sich aus dem Markt- und Wettbewerbsumfeld ergeben, dargestellt. Aus den Kernkompetenzen der Gesellschaft einerseits und den Werttreibern der Branche andererseits resultieren unternehmensspezifische Chancen und Risiken für Vita 34.



## Unternehmens- und Ressourcenanalyse

### 3.1.5.1. Stärken

99. Zu den wesentlichen Stärken der Vita 34 zählen:

- Einzige private Stammzellbank in Deutschland, die in der Lage ist, Nabelschnurgewebe neben dem klassischen Nabelschnurblut nach GMP-Richtlinien einzulagern.
- Internationale Expansion durch Vertriebspartner bietet die Möglichkeit, vom Wachstum und der höheren Lagerquote ausländischer Märkte zu profitieren, ohne Marketing- und Vertriebsrisiken zu tragen.
- Führender Anbieter auf dem DACH-Markt mit hohen Marktanteilen, starker Marke und nachgewiesener Erfahrung, der dadurch Skaleneffekte nutzen kann.
- Geschäftsmodell basiert auf einem stabilen Kundenstamm mit starker Bindung an das Unternehmen.
- Niedrige historische Abwanderungsrate (<2%) deutet auf Tendenz der Kunden zu Vertragsverlängerungen hin (relative Sicherheit für wiederkehrende Zahlungsströme).
- Aktivitäten auf einem Markt mit anspruchsvollen Anforderungen sowohl hinsichtlich der Investitionen als auch der für den Betrieb erforderlichen Genehmigungen (GMP-Zertifizierung, lokale Zulassung durch die Gesundheitsbehörden und regelmäßige Überwachung).
- Zertifizierung nach strengen Qualitätsstandards (z.B. PEI-Genehmigungen, GMP-Zertifizierung, FACT-Akkreditierung), die Kunden die Sicherheit geben, dass die Qualität der Lagerung und die Zuverlässigkeit des Unternehmens gewährleistet sind. Dies ermöglicht eine leichtere Expansion in weniger streng regulierte Regionen und einen leichteren Zugang zu Genehmigungsverfahren für neue Produkte.
- Starke und langjährige Beziehungen zu Kliniken ermöglichen eine umfassende Abdeckung des deutschen Marktes und verhindern durch die absichtlich begrenzte Anzahl von Lagerpartnern pro Klinik neue Einsteiger in den Markt.

### 3.1.5.2. Schwächen

100. Zu den Schwächen der Vita 34 zählen:

- Relativ geringe Diversifikation der Geschäftsaktivitäten: Lagerung ausschließlich von Stammzellen aus Nabelschnurblut und -gewebe.

# VALUETRUST

- Weitere Marktdurchdringung abhängig von Fortschritten in der Forschung und der Entwicklung neuer Anwendungen für Stammzellen aus Nabelschnurblut und somit von Entwicklungen, auf die das Unternehmen keine direkte Kontrolle hat.
- Aktuelle Anwendungen von Stammzellen aus Nabelschnurblut für die regenerative Medizin befinden sich noch in der Phase der klinischen Studien.
- Abhängigkeit von Krankenhäusern und Kliniken bei der Entnahme von Nabelschnurblut könnte zu einer potenziellen Verschiebung der Verhandlungsmacht und/oder zu Interessenkonflikten führen, wenn diese ihre Stammzellenbankaktivitäten ausbauen würden.

## Markt- und Wettbewerbsanalyse

### 3.1.5.3. Gelegenheiten

101. Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für Vita 34 folgende wesentliche Gelegenheiten:

- Ein weiterer Rollout des Abonnement-Modells in Westeuropa, wo die Vorauszahlung immer noch üblich ist, könnte langfristig die Vorhersehbarkeit von Cashflows erhöhen.
- Eine Erhöhung der Marktdurchdringungsrate von Stammzellen- und Gewebebanken dank Aufklärungs- und Marketinginitiativen könnte weiteres Wachstum bewirken.
- Potentielle Synergien neuer Produkte mit bestehenden Produkten dank eines bestehenden Kundenstamms, der bestehenden Lagerprozesspraktiken (GMP-zertifiziert) und der technischen Einrichtungen.
- Mögliche Preiserhöhungen bei Vertragsverlängerungen, um Preiserhöhungen für Verträge, die vor Jahren abgeschlossen wurden, anzupassen, könnten für eine zusätzliche Umsatzsteigerung ohne zusätzliche Kosten sorgen.
- Mögliche Katalysatoreffekte von erfolgreichen pharmazeutischen Forschungsergebnissen auf dem Gebiet der Immunzelltherapien auf Kundeninteresse an präventiver Lagerung.
- Verwendung von mesenchymalen Stammzellen (MSC) bei der Behandlung von Patienten, die von der Covid-19-Pandemie betroffen sind, könnte sich aufgrund des größeren Bewusstseins der Kunden für die Anwendungen positiv auf das Einlagerungsgeschäft auswirken.
- Die zunehmende Anwendung von Stammzellen und Immunzellen in verschiedenen Behandlungen und Therapien (z.B. in der regenerativen Medizin und Krebsbehandlung) könnte Kunden für das Kerngeschäft der Einlagerung von Stammzellen gewinnen.

- Die Beteiligung an der Entwicklung von medizinischen Produkten und Therapien auf der Basis von Stammzellen könnte perspektivisch zur Diversifizierung der Einnahmen durch zusätzliche Anwendungen führen.
- Mit intensiver wissenschaftlicher Entwicklung im Bereich der regenerativen Medizin könnte Vita 34 Kompetenzen erweitern, um Zulieferer und Dienstleister für die pharmazeutische/medizinische Forschungsindustrie zu werden.
- Mögliche Ausweitung des Geschäfts auf Aktivitäten, die die Kernkompetenzen und die bisherige Erfahrung nutzen, wie z.B. die Lagerung von Stammzellen aus Fettgewebe und/oder von Immunzellen.

#### 3.1.5.4. Gefahren

102. Markt- und wettbewerbsseitig ist Vita 34 folgenden wesentlichen Gefahren ausgesetzt:

- Mit dem Fortschreiten der Forschung könnte Nabelschnurblut durch andere Quellen von Stammzellen (z.B. Knochenmark oder periphere Stammzellen) ersetzt werden, die einfacher verfügbar sind und Stammzellen in größeren Mengen zu geringeren Kosten anbieten.
- Schädliche Auswirkungen auf die Öffentlichkeit im Rahmen der Insolvenz von CryoSave und/oder nachteilige Berichterstattung in den Medien können die Wahrnehmung zukünftiger Kunden auch in Deutschland beeinflussen.
- Risiko eines weiteren Umsatzrückgangs in den am stärksten von der Covid-19-Pandemie betroffenen Märkten. Abhängigkeit von Spanien als größtem ausländischen Markt, der stark von den wirtschaftlichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie betroffen ist.
- Abhängigkeit von einer Änderung der Vorschriften für die Entnahme und Gewinnung von Nabelschnurblut.
- Die Diversifizierung von Akteuren aus dem medizinischen Sektor in den Markt für Einlagerungen könnte dazu führen, dass neue Anbieter mit direktem Zugang zu Kunden im Markt aktiv werden.
- Sinkende Geburtenraten in den Kernmärkten des Unternehmens (hauptsächlich Deutschland und Spanien) könnten sich negativ auf die Zahl der neuen Kunden für die Einlagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut auswirken.
- Einführung des Angebots für die Lagerung von Immunzellen ist noch mit Unsicherheiten behaftet.

## 3.1.5.5. Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

103. Für Vita 34 ergeben sich durch die Kombination von unternehmensinternen Stärken und marktseitigen Gelegenheiten folgende wesentliche Chancen zum Bewertungsstichtag:

- Vita 34 ist in der DACH-Region und im weiteren Sinne in Europa gut positioniert und verfügt über eine starke Kundenbasis, die ihr durch Abonnements und/oder Vertragsverlängerungen langfristig wiederkehrende Cashflows und Vorhersehbarkeit bieten.
- Das Unternehmen profitiert von der Erfahrung im Bereich der Entnahme, Verarbeitung und Lagerung von menschlichen Zellen und Geweben, was zusätzliche Perspektiven für Produktneueinheiten als Antwort auf aktuelle Entwicklungen in der medizinischen Forschung eröffnet (z.B. Fett- und Immunzellen).
- Zahlreiche Zertifizierungen, die sie von namhaften Institutionen und Behörden aus Ländern mit strenger Gesetzgebung erhalten hat, sichern die Qualität der Prozesse und geben potenziellen neuen Kunden Sicherheit.

104. Für Vita 34 bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:

- Trotz neuer Initiativen zur Diversifizierung des Produktangebots hängt das Geschäftsmodell nach wie vor stark von der Einlagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut ab.
- Unsicherheit über den Zeitpunkt der Umsetzung und Genehmigung der neuen Initiativen zur Lagerung von Immunzellen versetzt das Unternehmen in eine schwächere Position im Vergleich zu anderen Anbietern, die bereits auf dem Gebiet tätig sind.

105. Das Chancen-Risiko-Profil der Vita 34 dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

## 3.1.6. Zusammenfassung

106. Vita 34 ist die größte private Nabelschnurblutbank im deutschsprachigen Raum und direkt oder über Vertriebspartner in ca. 20 Ländern Europas präsent. Der größte Teil der Aktien befindet sich im Streubesitz; größter Einzelaktionär ist AOC Health. Strategisch konzentriert sich Vita 34 auf die Stabilisierung und den weiteren Ausbau ihrer Marktdurchdringung in der DACH-Region und in Europa sowie auf die Erweiterung des Produktportfolios über das Engagement in Forschungs- und Entwicklungsmaßnahmen.

107. Zusammenfassend ist die historische Ertrags- und Vermögenlage der Vita 34 im Wesentlichen von dem Fokus auf eine deutliche Verbesserung der Profitabilität geprägt. Die Erhöhung der Profitabilität ging mit relativ geringem Wachstum einher.

## 3.2. Bewertungsobjekt PBKM

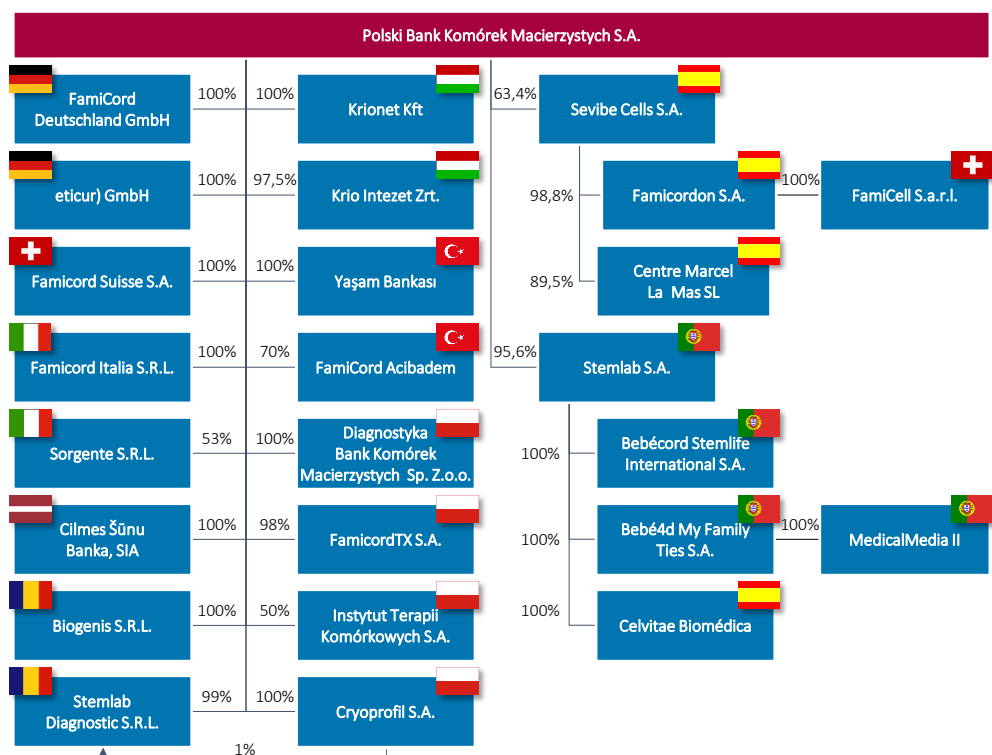
### 3.2.1. Unternehmenshistorie

108. PBKM wurde im Jahr 2002 als eigenständiges Labor innerhalb des Children's Memorial Health Institute in Warschau gegründet. Im Jahr 2007 erhielt PBKM die Genehmigung des polnischen Gesundheitsministeriums, eine Gewebe- und Zellbank gemäß dem polnischen Transplantationsgesetz zu betreiben, und erhielt eine Akkreditierung von der American Association of Blood Banks (AABB).
109. Zwischen 2007 und 2013 weitete PBKM ihr Geschäft durch Übernahmen in Lettland, Ungarn, Spanien, Polen, Rumänien und der Türkei, durch die Gründung von Joint Ventures in Rumänien und Spanien sowie die Gründung von FamiCord Italien auf ganz Europa aus.
110. PBKM ist seit 2014 auch in der Herstellung von Arzneimitteln für neuartige Therapien aktiv, die auf mesenchymalen Stammzellen basieren und zur experimentellen Behandlungen durch spezialisierte medizinische Einrichtungen verwendet werden. PBKM ist auch an der Erforschung möglicher Anwendungen von Stammzellen in experimentellen Therapien beteiligt. Im Jahr 2017 erhielt PBKM die Erlaubnis der FDA (USA), Kliniken in den USA mit Stammzellen für lebensrettende Transplantationen zu versorgen.
111. PBKM expandierte im Jahr 2018 mit der Übernahme von Stemlab nach Portugal, dem dortigen Marktführer, und im Jahr 2020 mit der Übernahme von Sorgente nach Italien. Darüber hinaus trat PBKM im Jahr 2020 mit der Übernahme von Eticur in den deutschen Markt ein. Zudem erwarb PBKM im Jahr 2020 eine exklusive europäische Lizenz zur Nutzung der CAR-T-Technologie. PBKM zielt damit darauf ab, sich auf dem Gebiet der CAR-T-basierten Krebstherapien weiterzuentwickeln.
112. PBKM wurde 2009 im Wege einer Kapitalerhöhung vom polnischen Finanzinvestor Enterprise Investors übernommen. Im Jahr 2016 ging PBKM an die Börse in Warschau und Enterprise Investors verkaufte die Anteile.
113. Im Jahr 2019 investierte AOC Health im Rahmen einer Kapitalerhöhung in PBKM und wurde im Jahr 2020 zum Mehrheitsaktionär von PBKM.

### 3.2.2. Rechtliche Verhältnisse

114. PBKM ist eine Aktiengesellschaft nach polnischem Recht („spółka akcyjna“) mit Sitz in Warschau. Sie ist im Handelsregister des Nationalen Gerichtsregisters in Warschau unter der Nummer 0000166106 eingetragen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
115. Das Aktienkapital der Gesellschaft beträgt PLN 4.602.243,50 und ist in 9.204.487 auf den Inhaber lautende Stammaktien mit einem Nennwert von je PLN 0,50 eingeteilt, die sich auf 13 Serien verteilen (Serie A bis M).

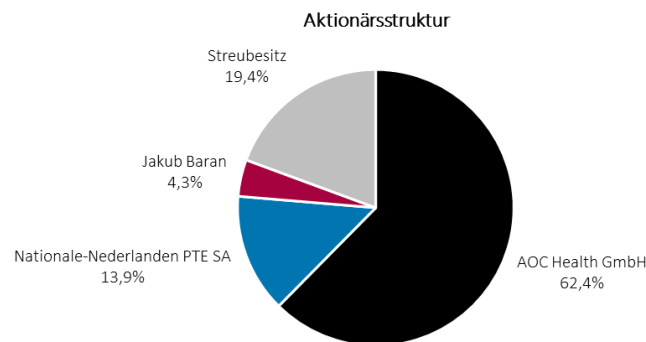
116. Das Grundkapital der PBKM ist gemäß § 5 Abs. 2.a) der Satzung der PBKM um bis zu PLN 118.370,50 durch Ausgabe von bis zu 236.741 neuen PBKM-Aktien bedingt erhöht. Die bedingte Kapitalerhöhung dient dem Zweck der Gewährung von Aktienoptionen an den Vorstand und ausgewählte Führungskräfte der FamiCord-Group nach näherer Maßgabe des Beschlusses der Hauptversammlung der PBKM vom 15. Februar 2016. Gegenwärtig sind 207.619 Aktienoptionen ausstehend, die noch nicht ausgeübt worden oder verfallen sind. Weiterhin ist beabsichtigt, dass an Führungskräfte der PBKM im Rahmen eines Incentive-Programms bis voraussichtlich August 2021 weitere 34.479 neue PBKM-Aktien nicht über Aktienoptionen, sondern direkt ausgegeben werden. Wenn sämtliche noch ausstehenden und noch zuzuteilenden Aktienoptionen ausgeübt werden, können bis zum Vollzug des Umtauschangebots maximal 242.098 neue PBKM-Aktien ausgegeben werden. In diesem Fall betrüge das Grundkapital der PBKM dann PLN 4.723.292,50 und wäre eingeteilt in 9.446.585 PBKM-Aktien.
117. Die Hauptaktivität von PBKM ist die Entnahme, Aufbereitung und Lagerung von Nabelschnurblut-Stammzellen. Nach der Satzung des Unternehmens gehören zu den Hauptgeschäftszweigen des Unternehmens: Tätigkeiten im Bereich der menschlichen Gesundheit, fachärztliche Tätigkeiten, Forschung und experimentelle Entwicklung auf dem Gebiet der Biotechnologie und der Natur- und Ingenieurwissenschaften, Herstellung von pharmazeutischen Grundstoffen, Arzneimitteln und anderen pharmazeutischen Produkten.
118. Die Konzernstruktur der PBKM stellt sich wie folgt dar:



119. Die PBKM als Konzernmutter der Gruppe hält Mehrheitsbeteiligungen an ihren operativen Tochtergesellschaften in Polen und im europäischen Ausland. Über die Tochtergesellschaft

Stemlab SA hält PBKM indirekte Beteiligungen an Bebecord, Bebe4d, Genelab und Celvitae in Portugal. Zudem hält PBKM über die Beteiligung an Sevibe Cells in Spanien indirekte Beteiligungen an FamiCordon und FamiCells.

120. Die PBKM-Aktien sind unter der ISIN PLPBKM000012 zum Handel im regulierten Markt der Warschauer Wertpapierbörse zugelassen. PBKM ist seit April 2016 börsennotiert.
121. Der Vorstand der PBKM besteht aus Herr Jakub Baran, Herr Tomasz Baran, Herr Marcin Radziszewski und Herr Tomasz Oldak. Der Vorsitzende des Aufsichtsrates ist Herr Michal Kowalczewski.
122. AOC Health hält 62,4% des Aktienkapitals an der PBKM und ist damit Mehrheitsaktionär. Zu den weiteren Großaktionären gehören die Nationale-Niederlanden PTE, ein institutioneller niederländischer Investor und der Vorstandsvorsitzende des Unternehmen Herr Jakub Baran. Der Streubesitz liegt bei ca. 19% des Aktienkapitals:



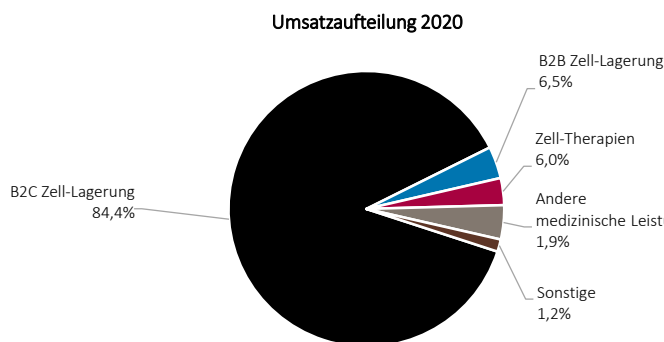
### 3.2.3. Wirtschaftliche Grundlagen

#### 3.2.3.1. Geschäftsmodell

123. Die Hauptgeschäftstätigkeit von PBKM ist die Entnahme, Aufbereitung und Lagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut und anderen Geweben für Privatpersonen und Geschäftskunden.
124. Beim Kerngeschäft der Stammzelleneinlagerung besteht das Produktangebot aus Einlagerungsverträgen, bei denen zwischen einer Vorauszahlung für die gesamte Dienstleistung (inkl. Einlagerung) und einem Abonnement mit jährlicher Zahlungsweise gewählt werden kann.
125. PBKM betreibt elf firmeneigene Einrichtungen für die Blut- und Gewebeerarbeitung und unterhält Partnerschaften mit Zell- und Gewebebanken sowie mit Laboratorien Dritter. Die Verarbeitung der Blut- und Gewebeproben umfasst die Inspektion des biologischen Materials, die

Prüfung der Blutparameter, die tatsächliche Aufbereitung (bspw. Trennung der Blutbestandteile zur Isolierung der Stammzellen) und schließlich das Einfrieren der Proben.

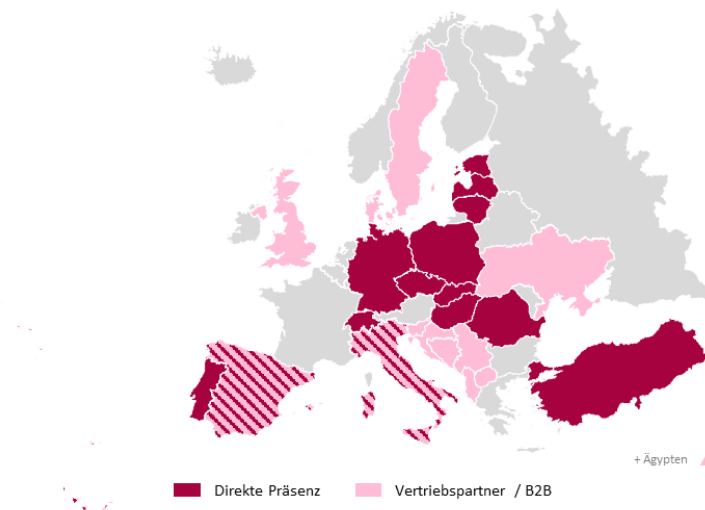
126. PBKM bietet neben dem Kerngeschäft auch weitere Dienstleistungen an wie die Entnahme von Zellen aus Plazentablut zur Erhöhung der Zellzahl und zur Verbesserung des Transplantationspotentials der eingelagerten Zellen und die Entnahme von Nabelschnurgewebefragmenten, die mesenchymale Zellen enthalten.
127. PBKM ist seit 2014 auch in der Herstellung von Arzneimitteln für neuartige Zell-Therapien aktiv, die auf mesenchymalen Stammzellen basieren und zur experimentellen Behandlungen durch spezialisierte medizinische Einrichtungen verwendet werden.



128. PBKM ist auf nationaler Ebene in Polen unter der Marke "PBKM" und in Europa hauptsächlich unter dem Namen "FamiCord" tätig. In vielen europäischen Ländern ist die Gesellschaft entweder direkt oder über Vertriebspartner präsent. Darüber hinaus hat PBKM die Präsenz in Nord- und Osteuropa über ein Netzwerk von Geschäftspartnern ausgebaut. Die PBKM-Gruppe um-



fasst 25 Tochtergesellschaften, die in den Bereichen Stammzellenbanking (17 Einheiten), diagnostische Dienstleistungen (2 Tochtergesellschaften), Klinikbetrieb sowie Gesellschaften mit Aktivitäten, die das Kerngeschäft von PBKM ergänzen, tätig sind.



129. PBKM unterhält Beziehungen zu ca. 26.500 medizinischen Partnern in Krankenhäusern und Kliniken, die in direktem Kontakt mit den Familien stehen und für den Informationsaustausch über die Einlagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut zuständig sind.

### 3.2.3.2. Unternehmensstrategie

130. Das strategische Ziel von PBKM besteht in der weiteren Stärkung der Marktposition in Europa. Dazu sollen die Geschäftsaktivitäten in den verschiedenen Ländern, in denen PBKM präsent ist, sowohl durch organisches Wachstum als auch durch potenzielle Akquisitionen ausgeweitet werden. PBKM strebt an, vom wachsenden Interesse an Stammzellen-Lagerung in ausgewählten Ländern zu profitieren und es durch Bildungsaktivitäten weiter bekannt zu machen. PBKM will zudem die zunehmenden Anwendungsbereiche von Stammzellen und anderen Zellarten bei der Behandlung verschiedener Krankheiten für Wachstum nutzen.
131. Darüber hinaus zielt die Entwicklungsstrategie von PBKM darauf ab, die Marke FamiCord der Gruppe als großen und soliden Anbieter von Zelleinlagerungen aufzubauen.
132. Geografisch konzentriert sich PBKM auf Länder wie Polen, Portugal, Spanien und die Türkei, die angesichts der absoluten Geburtenzahlen, der aktuellen und erwarteten Einlagerungsquoten und des Potenzials für Preissteigerungen Wachstumsmöglichkeiten bieten.
133. Nach der Insolvenz des bisherigen Marktführers in der Schweiz CryoSave will PBKM die Aktivitäten auch in der Schweiz ausbauen. Daher wurde Kontakt zu ehemaligen CryoSave Kunden aufgenommen, für die FamiCord Suisse die Einlagerung von Zellen übernommen hat.

134. Die Unternehmensstrategie soll zukünftig hauptsächlich auf Kunden basieren, die langfristig über ein Abonnement-Modell an PBKM gebunden sind und somit jährlich wiederkehrende Zahlungen leisten. PBKM plant daher eine Ausweitung des Abonnement-Modells insbesondere in Ländern, in denen das Vorauszahlungsmodell dominiert (bspw. Portugal, Italien und Spanien).
135. Neben dem Kerngeschäft sieht die Strategie von PBKM die Erschließung neuer Umsatzquellen durch zusätzliche Dienstleistungen vor. PBKM plant daher, an der Entwicklung individueller experimenteller Zelltherapien und der Einlagerung anderer Zelltypen wie z.B. adipöser SVF-Zellen (stromale vaskuläre Fraktion) zu arbeiten. Zukünftig ist zudem eine verstärkte Einbindung in biotechnologische Forschungsprojekte geplant.

### 3.2.4. Ertrags- und Vermögenslage

136. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags- und Vermögenslage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen. Im Folgenden wird die Entwicklung der Ertragslage der PBKM für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 sowie die Vermögenslage zum 31. Dezember 2018, zum 31. Dezember 2019 und zum 31. Dezember 2020 analysiert.

#### 3.2.4.1. Ertragslage

137. Die nachfolgende Übersicht stellt die Ertragslage der PBKM für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 dar:

in PLN Tsd.	Historie		
	2018	2019	2020
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>161.642</b>	<b>187.988</b>	<b>211.250</b>
Wachstum in %	8,6%	16,3%	12,4%
Materialaufwand	-19.330	-24.943	-31.075
<b>Rohertrag</b>	<b>142.312</b>	<b>163.046</b>	<b>180.175</b>
in % des Umsatzerlöses	88,0%	86,7%	85,3%
Personalaufwand	-44.781	-64.394	-73.936
Sonstige betriebliche Erträge	15.281	6.618	6.751
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-62.576	-77.092	-91.038
<b>EBITDA</b>	<b>50.236</b>	<b>28.178</b>	<b>21.951</b>
in % der Umsatzerlöse	31,1%	15,0%	10,4%
Abschreibungen	-6.436	-12.855	-17.552
<b>EBIT</b>	<b>43.800</b>	<b>15.323</b>	<b>4.399</b>
in % der Umsatzerlöse	27,1%	8,2%	2,1%
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-1.958	2.542	-2.038
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>41.842</b>	<b>17.866</b>	<b>2.362</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-7.469	-3.887	-429
Effektive Steuerquote (in %)	17,9%	21,8%	18,2%
<b>Jahresergebnis</b>	<b>34.373</b>	<b>13.979</b>	<b>1.933</b>
in % der Umsatzerlöse	21,3%	7,4%	0,9%

138. Die Umsatzerlöse stiegen in den letzten 3 Jahren um durchschnittlich 14,3% p.a. von PLN 161,6 Mio. im Jahr 2018 auf PLN 211,2 Mio. im Jahr 2020. Das Wachstum wurde im Wesentlichen durch den Ausbau des Kernsegments der B2C-Einlagerung von Stammzellen (ca. 88% des Gruppenumsatzes in 2020) vorangetrieben. Das Wachstum erfolgte sowohl organisch als auch anorganisch im Rahmen von Akquisitionen in Südeuropa (Stemlab Group, FamiCordon und Bebe-cord). Das organische Wachstum der PBKM wurde durch das organische Wachstum der verschiedenen im Laufe des Zeitraums erworbenen Unternehmen, insbesondere in Portugal, Spanien und der Türkei, angetrieben.
139. Der Rückgang der Rohertragsmarge resultiert aus einem Anstieg des Materialaufwands im dargestellten Zeitraum und ist hauptsächlich durch die Ausweitung des PBKM-Betriebs (Erwerb von Stemlab) und Kostenerhöhungen bei den Labormaterialien bedingt. Im Jahr 2019 belasten zudem Kosten für die Übernahme und Einlagerung von Proben ehemaliger CryoSave Kunden die Rohertragsmarge. Der Anstieg im Jahr 2020 spiegelt den Erwerb größerer Materialbestände für die Covid-19-Pandemie wider.
140. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von PLN 62,6 Mio. in 2018 auf PLN 91,0 Mio. im Jahr 2020 geht einerseits mit höheren Umsatzerlösen einher und Beratungsleistungen im Zusammenhang mit Übernahmen und Rechtsstreitigkeiten (CryoSave).
141. Der absolute Anstieg der Personalkosten von PLN 44,8 Mio. im Jahr 2018 auf PLN 73,9 Mio. im Jahr 2020 ging gleichzeitig mit einer Erhöhung der Personalaufwandsquote von 27,7% im Jahr 2018 auf 35,0% im Jahr 2020 einher. Dies ist u.a. auf höhere Gehälter und auf die im Betrachtungszeitraum neu erworbenen Gesellschaften der PBKM und die Neueinstellung von 45 Labormitarbeitern 2019 für die Bestandsaufnahme der ehemaligen CryoSave-Proben zurückzuführen.
142. Der Rückgang der sonstigen betrieblichen Erträge von PLN 15,3 Mio. im Jahr 2018 auf PLN 6,7 Mio. in 2020 ist auf eine Mehrwertsteuerrückerstattung in Ungarn in 2018 zurückzuführen.
143. Die erhebliche Erweiterung der Konzernstruktur, die damit einhergehende Beratungs- und Integrationskosten für die neue Einheiten, die zusätzlichen F&E-Kosten für die Entwicklung der CAR-T-Initiative und die zusätzlichen Kosten im Zusammenhang mit dem Back-up-Vertrag mit CryoSave haben im Wesentlichen zu einer Abnahme der EBITDA-Marge von 31,1% in 2018 auf 10,4% im Jahr 2020 geführt.
144. Der Hauptgrund für den Anstieg der Abschreibungen ab 2019 ist die erstmalige Implementierung von IFRS 16.
145. Die EBIT-Marge verschlechterte sich im dargestellten Zeitraum einhergehend mit der Entwicklung EBITDA und erhöhten Abschreibungen von 27,1% in 2018 auf 2,1% im Jahr 2020.
146. Das Finanzergebnis besteht hauptsächlich aus Zinsaufwendungen für Darlehen und Leasing, Wechselkursdifferenzen sowie Zinserträgen aus Bankguthaben und gewährten Darlehen. Im

Jahr 2019 wurde das Finanzergebnis sowohl durch Wechselkurseffekte, Zinserträge auf Bankguthaben, Zinserträge aus gewährten Darlehen als auch durch die Bewertung von derivativen Instrumenten positiv beeinflusst.

147. Das Jahresergebnis ist im Beobachtungszeitraum von PLN 34,4 Mio. in 2018 auf PLN 1,9 Mio. in 2020 aufgrund der oben genannten Effekte gesunken.

### 3.2.4.2. Vermögenslage

148. Im Folgenden wird die historische Vermögenslage der PBKM für die Jahre 2018 bis 2020 dargestellt.<sup>31</sup>

<b>Bilanz</b>	<b>Historie</b>		
	2018	2019	2020
<b>Aktiva</b>			
in PLN Tsd.			
Geschäfts- oder Firmenwert	104.119	132.075	161.491
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	7.088	12.917	36.346
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>111.206</b>	<b>144.992</b>	<b>197.837</b>
Sachanlagen	30.088	32.692	55.517
Leasingvermögenswerte	-	31.289	39.221
<b>Sachanlagen</b>	<b>30.088</b>	<b>63.981</b>	<b>94.738</b>
Finanzanlagen	7.891	10.639	13.927
<b>Anlagevermögen</b>	<b>149.185</b>	<b>219.612</b>	<b>306.502</b>
<b>Vorräte</b>	<b>4.662</b>	<b>6.295</b>	<b>15.313</b>
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29.103	31.266	34.247
Sonstige Forderungen	3.119	2.973	5.100
Anzahlungen	3.912	1.903	2.002
Budget Forderungen	-	2.272	2.048
Fälliger Betrag von Aktionären für die Erhöhung	-	218.408	-
Forderungen aus Einkommensteuer	194	1.389	651
<b>Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände</b>	<b>36.328</b>	<b>258.212</b>	<b>44.048</b>
<b>Kassenbestand</b>	<b>17.174</b>	<b>47.722</b>	<b>181.714</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	142.714	161.657	184.305
Sonstige Vermögenswerte	8.992	8.966	10.636
<b>Sonstiges Umlaufvermögen</b>	<b>151.706</b>	<b>170.623</b>	<b>194.941</b>
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>209.869</b>	<b>482.851</b>	<b>436.016</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>359.054</b>	<b>702.463</b>	<b>742.518</b>

149. Die Bilanzsumme ist seit 2018 mit den getätigten Akquisitionen stetig gestiegen und beläuft sich zum 31. Dezember 2020 auf PLN 742,5 Mio. Der starke Anstieg im Jahr 2019 ist auf den temporären Effekt der Kapitalerhöhung und damit verbundenen Bilanzeffekten zurückzuführen.

<sup>31</sup> Im Abschnitt Vermögenslage beziehen sich die angegebenen Jahreszahlen jeweils auf den 31. Dezember des jeweiligen Jahres.

150. Der Anstieg der immateriellen Vermögenswerte von PLN 111,2 Mio. in 2018 auf PLN 197,8 Mio. in 2020 ist im Wesentlichen durch die Erhöhung des Goodwill getrieben. Diese Erhöhung resultiert hauptsächlich aus den Akquisitionen der Bebecord/Bebe4D und FamiCordon in 2019 und den Akquisitionen der Eticur (Deutschland), Sorgente (Italien) und FamiCord Acibadem (Türkei) in 2020. Der Goodwill stellt die größte Position innerhalb des Anlagevermögens dar. Die sonstigen immateriellen Vermögenswerte bestehen hauptsächlich aus Kundenverträgen, Marken und die Lizenz für die CAR-T Technologie, sowie aktivierten Entwicklungskosten.
151. Sachanlagen stiegen im Zeitraum von 2018 bis 2020 von PLN 30,0 Mio. auf PLN 94,7 Mio. Dies ist einerseits auf eine Erweiterung der Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie des technischen Equipments im Rahmen der Akquisitionen und andererseits auf die in 2019 erstmalig aktivierten Nutzungsrechte aus Leasing zurückzuführen. Ein Anstieg des Sachanlagevermögens im Jahr 2020 ist aufgrund der Investition für den Ausbau des Labors in Warschau zu beobachten.
152. Auch der Anstieg der Vorräte von PLN 4,6 Mio. auf PLN 15,3 Mio. zwischen 2018 und 2020 ist durch die sukzessiven Übernahmen während des betrachteten Zeitraums zu erklären. Eine Verdoppelung der Vorräte ist in 2020 zu beobachten und ist auf den Aufbau von Vorräten zurückzuführen, um die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie zu minimieren.
153. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände setzen sich hauptsächlich aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zusammen, die zwischen 2018 und 2020 mit der Geschäftsausweitung der PBKM von PLN 36,3 Mio. auf PLN 44,0 Mio. angestiegen sind. Des Weiteren ist das Jahr 2019 durch einen Einmaleffekt geprägt, da der fällige Betrag von Aktionären für die Kapitalerhöhung (PLN 218,4 Mio.) die Bilanzsumme drastisch erhöht. Dieser Bilanzposten bezieht sich auf Forderungen aus der Vereinbarung zum Erwerb von Aktien der Serie M, die am 30. Dezember 2019 vollzogen wurde. Der Investor leistete die finanzielle Einlage schließlich am 8. Januar 2020. Unter Ausschluss dieses vorübergehenden Effekts würden die Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände in 2019 PLN 39,8 Mio. betragen.
154. Das sonstige Umlaufvermögen setzt sich hauptsächlich aus Rechnungsabgrenzungsposten zusammen, die sich im Jahr 2020 auf PLN 184,3 Mio. belaufen. Diese Aktive-Rechnungsabgrenzungsposten resultieren aus nicht berechneten, abgegrenzten Umsatzerlösen, die hauptsächlich aus Proben im ersten Jahr im Rahmen des Abonnementmodells stammen.

<b>Bilanz</b> <b>Passiva</b> in PLN Tsd.	<b>Historie</b>		
	2018	2019	2020
<b>Eigenkapital</b>	<b>124.372</b>	<b>400.862</b>	<b>394.951</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>43.378</b>	<b>49.412</b>	<b>49.868</b>
Bankkredite und Darlehen	74.771	85.719	84.567
Leasingverbindlichkeiten	6.072	32.030	41.262
<b>Verzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>80.842</b>	<b>117.749</b>	<b>125.829</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12.378	14.288	13.971
Unternehmenssteuer-Verbindlichkeiten	462	442	679
Budgetäre Verbindlichkeiten	3.299	3.902	5.266
Rechnungsabgrenzungsposten	76.494	106.861	124.115
Sonstige Abgrenzungen	10.525	1.857	326
Sonstige Verbindlichkeiten	7.303	7.089	27.514
<b>Unverzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>110.462</b>	<b>134.440</b>	<b>171.870</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>359.054</b>	<b>702.463</b>	<b>742.518</b>

155. Das Eigenkapital der PBKM stieg in den vergangenen Jahren kontinuierlich aufgrund von Kapitalerhöhungen sowie positiver Konzernjahresergebnisse. Hierdurch erhöhte sich das gesamte Eigenkapital von PLN 124,4 Mio. in 2018 auf PLN 395,0 Mio. per Ende 2020.
156. Bankkredite und Darlehen sind im Jahr 2018 um PLN 62,1 Mio. im Rahmen eines befristeten Darlehens zur Finanzierung der Übernahme von Stemlab und die Zeichnung von Betriebsmittelkrediten gestiegen. Der Darlehensbetrag wurde 2019 und 2020 weiter erhöht, sodass sich Bankkredite und Darlehen im Jahr 2020 auf PLN 94,3 Mio. belaufen.
157. Die Leasingverbindlichkeiten stiegen im Jahr 2019 aufgrund der ersten Einführung von IFRS 16 deutlich auf PNL 32,0 Mio.
158. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen entwickeln sich entsprechend der Umsatzerlöse fort. Sonstige Verbindlichkeiten enthalten insbesondere Verbindlichkeiten in Verbindung mit dem Eintritt von Rechtsrisiken.
159. Passive-Rechnungsabgrenzungsposten resultieren aus den von Kunden erhaltenen Vorauszahlungen für langfristige Einlagerungen und stiegen zwischen 2018 und 2020 mit dem wachsenden Bestand an eingelagerten Proben.

### 3.2.5. SWOT-Analyse

160. Im Folgenden wird auch für die PBKM eine Positionsbestimmung anhand der SWOT-Analyse vorgenommen.

#### Unternehmens- und Ressourcenanalyse

##### 3.2.5.1. Stärken

161. Zu den wesentlichen Stärken der PBKM zählen:

- Starke Markenbekanntheit in Europa durch die Entwicklung unter einer Marke (FamiCord) auf ausländischen Märkten und den dominierenden Status auf dem polnischen und anderen europäischen Märkten.
- Nutzung von Größenvorteilen durch die Menge bereits eingelagerter Proben, die zur Finanzierung von Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten beitragen.
- Große und stetig wachsende Anzahl von regelmäßig zahlenden Abonnementkunden (123.000 zum 30. Juni 2020), die eine größere Transparenz der Geschäftsplanung und des Cashflows bieten.
- Niedrige historische Abwanderungsrate (<1%), was auf die Tendenz der Kunden hindeutet, ihre Verträge überwiegend zu verlängern.
- Der Zugang zu 11 Laboratorien in Europa bietet Flexibilität für die Verarbeitung von Proben und reduziert die Transportkosten.
- Starke Positionierung in Märkten mit höheren Geburtenraten und mit einer höheren Bereitschaft, Gesundheitsleistungen selbst zu bezahlen (bspw. Rumänien und Ungarn).
- Aktivitäten auf einem Markt mit anspruchsvollen Anforderungen sowohl hinsichtlich der Investitionen als auch der für den Betrieb erforderlichen Genehmigungen (GMP-Zertifizierung, lokale Zulassung durch die Gesundheitsbehörden und regelmäßige Überwachung).
- Erfahrung bei Übernahmen gibt Sicherheit für den Erfolg zukünftiger Transaktionen und Integrationen.

##### 3.2.5.2. Schwächen

162. Zu den wesentlichen Schwächen der PBKM zählen:

- Abhängigkeit von Krankenhäusern und Kliniken bei der Entnahme von Nabelschnurblut könnte zu einer potenziellen Verschiebung der Verhandlungsmacht und/oder zu Interessenkonflikten führen, wenn diese ihre Stammzellenbankaktivitäten ausbauen würden (z.B. im Fall der lokalen Hospitalkette in Rumänien).

- Weitere Marktdurchdringung und Produkte sind abhängig von Fortschritten in der Erforschung von Stammzellenanwendungen, über die PBKM keine direkte Kontrolle hat.
- Länderrisiken (bspw. regulatorische, politische, gesamtwirtschaftliche oder Fremdwährungsrisiken) für Regionen außerhalb Polens (bspw. Euro, Türkische Lira, Rumänischer Leu, Ungarischer Forint und Schweizer Franken) setzen Einnahmen und Kosten zusätzlichen makroökonomischen und sonstigen länderspezifischen Unsicherheiten aus.
- Aktuelle Anwendungen von Stammzellen aus Nabelschnurblut für die regenerative Medizin befinden sich noch in der Phase der klinischen Studien.

## Markt- und Wettbewerbsanalyse

### 3.2.5.3. Gelegenheiten

163. Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für die PBKM folgende wesentliche Gelegenheiten:

- Mögliche Preiserhöhungen bei Vertragsverlängerungen, um Preiserhöhungen für Verträge, die vor Jahren abgeschlossen wurden, anzupassen, könnten für eine zusätzliche Umsatzsteigerung ohne zusätzliche Kosten sorgen.
- Ein weiterer Rollout des Abonnement-Modells in Westeuropa, wo die Vorauszahlung immer noch üblich ist, könnte langfristig die Vorhersehbarkeit von Cashflows erhöhen.
- Eine Erhöhung der Marktdurchdringungsrate von Stammzellen- und Gewebebanken dank Aufklärungs- und Marketinginitiativen könnte weiteres Wachstum bewirken.
- Potentielle Synergien neuer Produkte mit bestehenden Produkten dank eines bestehenden Kundenstamms, der bestehenden Lagerprozesspraktiken (GMP-zertifiziert) und der technischen Einrichtungen.
- Mögliche Katalysatoreffekte von erfolgreichen pharmazeutischen Forschungsergebnissen auf dem Gebiet der Immunzelltherapien auf Kundeninteresse an präventiver Lagerung.
- Verwendung von mesenchymalen Stammzellen (MSC) aus Nabelschnurblut und -gewebe bei der Behandlung von Patienten, die von der Covid-19-Pandemie betroffen sind, könnte sich aufgrund des größeren Bewusstseins der Kunden für die Anwendungen positiv auf das Einlagerungsgeschäft auswirken.
- Die zunehmende Anwendung von Stammzellen in verschiedenen Behandlungen und Therapien (z.B. in der regenerativen Medizin) könnte Kunden für das Kerngeschäft der Einlagerung von Stammzellen gewinnen.
- Die Beteiligung an der Entwicklung von medizinischen Produkten und Therapien auf der Basis von Stammzellen könnte perspektivisch zur Diversifizierung der Einnahmen durch zusätzliche Anwendungen führen.



- Die Insolvenz von CryoSave eröffnet den Anbietern Raum für eine Weiterentwicklung in der Schweiz. Mögliche Umwandlung erworbener CryoSave-Verträge in langfristige Verträge mit FamiCord Suisse, sobald bei den ehemaligen CryoSave Kunden Vertragsverlängerungen anstehen.
- Weiterentwicklung durch Akquisitionen in der Türkei, Rumänien und westeuropäischen Ländern, in denen PBKM bisher über eingeschränkte Präsenz verfügt.

#### 3.2.5.4. Gefahren

164. Markt- und wettbewerbsseitig ist die PBKM folgenden wesentlichen Gefahren ausgesetzt:

- Mit dem Fortschreiten der Forschung könnte Nabelschnurblut durch andere Quellen von Stammzellen (z.B. Knochenmark oder periphere Stammzellen) ersetzt werden, die einfacher verfügbar sind und Stammzellen in größeren Mengen zu geringeren Kosten anbieten.
- Allgemeine Verschlechterung des bestehenden/zukünftigen Kundenvertrauens und der Wahrnehmung der Stammzelleneinlagerung nach der Insolvenz von CryoSave.
- Risiko eines weiteren Umsatzrückgangs in den Ländern, die am stärksten von der Covid-19-Pandemie betroffen waren (Spanien, Italien und Portugal), aufgrund von Einschränkungen bei Direkt-/Personenmarketing-Aktivitäten und möglichen Verzögerungen bei Kundenzahlungen.
- Abhängigkeit von einer Änderung der Vorschriften für die Entnahme und Gewinnung von Nabelschnurblut.
- Die Diversifizierung von Akteuren aus dem medizinischen Sektor (z.B. Krankenhauskette in Rumänien) in den Markt für Einlagerungen könnte dazu führen, dass neue Anbieter mit direktem Zugang zu Kunden im Markt aktiv werden.
- Sinkende Geburtenraten in Kernmärkten (Polen und Spanien) könnten sich negativ auf die Zahl der Neukunden für die Einlagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut auswirken.
- Bereits hohe Marktdurchdringung auf dem portugiesischen Markt, wo die Einlagerungsquote im Vergleich zum restlichen Europa bereits hoch ist (ca. 10% Einlagerungsquote).

#### 3.2.5.5. Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

165. Für die PBKM ergeben sich durch die Kombination von unternehmensinternen Stärken und marktseitigen Gelegenheiten folgende wesentliche Chancen zum Bewertungsstichtag:

- PBKM ist Marktführer in Polen und auf dem breiteren europäischen Markt. Das Unternehmen gehört in jedem von PBKM erschlossenen europäischen Land zu den Top 4 Anbietern.

- PBKM profitiert durch ihre Ein-Marken-Strategie im Ausland von zunehmender Markenbekanntheit und kann durch direkte Präsenz in mehreren europäischen Ländern Größenvorteile ausnutzen.
- PBKM ist diversifiziert: PBKM bietet die Einlagerung von Stammzellen aus anderen Quellen und Geweben an und liefert bereits Zellen und Gewebe für die klinische Forschung. Darüber hinaus ist PBKM direkt oder über Partnerschaften an der klinischen Entwicklung neuer Medikamente und Therapien beteiligt.
- Durch Unterstützung in der Arzneimittelherstellung und Therapieentwicklung sowie die direkte Beteiligung an klinischen Studien in der Arzneimittelforschung kann PBKM von der Einführung neuer Therapien profitieren.

166. Für PBKM bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:

- Abhängigkeit der Einnahmen und Kostenbasis von Währungsschwankungen und lokalen makroökonomischen Entwicklungen durch Präsenz in mehreren Ländern mit verschiedenen Währungen (Euro, türkische Lira, ungarischer Forint etc.).
- Die hohe internationale Präsenz (ca. 50% der Umsatzerlöse außerhalb Polens) kann dazu führen, dass die Absatzländer der PBKM von der Covid-19-Pandemie stärker betroffen sind als der Heimatmarkt Polen und die Ergebnisse dadurch negativ beeinflusst werden.
- Risiko für langfristige Einnahmen aus Einlagerungen von Nabelschnurblut, da PBKM einen großen Teil der Umsatzerlöse in Ländern mit hoher Marktdurchdringung und niedrigeren Geburtenraten erzielt.

167. Das Chancen-Risiko-Profil der PBKM dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

### 3.2.6. Zusammenfassung

168. PBKM ist europäischer Marktführer für die Einlagerung von Stammzellen aus Nabelschnurblut- und -gewebe. PBKM bietet auch weitere Dienstleistungen an wie die Entnahme von Zellen aus Plazentablut zur Erhöhung der Zellzahl und zur Verbesserung des Transplantationspotentials der eingelagerten Zellen und die Entnahme von Nabelschnurgewebefragmenten, die mesenchymale Zellen enthalten. Auf nationaler Ebene ist das Unternehmen unter der Marke „PBKM“ und in Europa hauptsächlich unter dem Namen „FamiCord“ tätig. Größter Einzelaktionär ist AOC Health. Strategisch konzentriert sich PBKM auf die Stärkung der Marktposition in Europa sowohl durch organisches als auch durch anorganisches Wachstum. Zudem sollen zunehmende Anwendungsbereiche von Stammzellen und anderen Zellarten bei der Behandlung verschiedener Krankheiten für Wachstum genutzt werden.

169. Insgesamt ist die historische Ertrags- und Vermögenslage der PBKM stark durch Akquisitionen und dem damit einhergehenden Fokus auf eine Umsatzausweitung getrieben. Das starke Wachstum, getrieben nicht zuletzt durch Akquisitionen, führte in 2019 und 2020 zu insgesamt höheren operativen Kosten. Diese waren zum Teil bedingt durch Integrationsbemühungen und -aufwendungen einerseits und einem starken Anstieg der Personalstruktur andererseits. Im Ergebnis schlug sich diese Entwicklung in einer vergleichsweise geringen Profitabilität nieder.

### 3.3. Vergleichbare Unternehmen (Peer Group)

170. Zur Analyse und Plausibilisierung der Ertragskraft sowie zur Einschätzung des Risikos der zu erwartenden Zahlungen der zu bewertenden Gesellschaften werden regelmäßig Informationen über Vergleichsunternehmen (die sog. Peer Group) herangezogen. Die Peer Group ist essentieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung, da sie zum Branchenvergleich der Unternehmensplanung (sog. Benchmarking), für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) benötigt wird.

#### 3.3.1. Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group

171. Zur Auswahl der Peer Group bieten sich grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der nach diesen Kriterien erhobenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren. Für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) werden allerdings Kapitalmarktdaten benötigt. Aus diesem Grund und angesichts der zumeist eingeschränkten (öffentlichen) Verfügbarkeit von Informationen und relevanten Daten zu nicht börsennotierten Unternehmen werden in der Praxis vornehmlich am Kapitalmarkt gelistete Gesellschaften in der Peer Group berücksichtigt.
172. Vor diesem Hintergrund wurden für die Auswahl der Peer Group börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgehend von einer breiten Grundgesamtheit von Unternehmen, die im Wesentlichen in der Kryo-Konservierung von Humanzellen und -gewebe aktiv sind, wurden auf Basis qualitativer Faktoren eine Vielzahl an nationalen und internationalen Unternehmen, die zu Vergleichszwecken in Frage kommen, identifiziert.
173. Die Auswahl der letztendlich heranziehbaren Vergleichsunternehmen erfolgt anhand eines sog. Scoring-Modells, auf Basis dessen die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit den Bewertungsobjekten beurteilt wird. Im Rahmen des Scoring-Modells wurden die relevanten Unternehmen nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und mit Vita 34 und PBKM verglichen.

174. Mit dem qualitativen Kriterium „operative Vergleichbarkeit“ wurde geprüft, ob die Vergleichsunternehmen aus derselben oder einer ähnlichen Branche stammen bzw. ein ähnliches Geschäftsmodell aufweisen. Dies soll sicherstellen, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Trends unterliegen. Maßgeblich für dieses Kriterium war bei der Peer Group-Analyse, dass die Vergleichsunternehmen möglichst im Bereich der Einlagerung von Nabelschnurblut tätig sind.
175. Das zweite Kriterium „regionale Vergleichbarkeit“ stellt den geographischen Bezug zum Bewertungsobjekt sicher. Unternehmen in verschiedenen Märkten können unterschiedlichen politischen, wirtschaftlichen und kulturellen Einflüssen unterliegen und deshalb ggf. nicht direkt miteinander verglichen werden. In Bezug auf die regionale Vergleichbarkeit wurde zunächst der Fokus auf Europa gelegt. Da in Europa keine ausreichende Anzahl an vergleichbaren Unternehmen identifiziert werden konnte, wurden auch Unternehmen aus Nordamerika, Asien und Australien in die Analyse einbezogen. Die qualitativen Kriterien operative und regionale Vergleichbarkeit werden anhand einer 5-stufigen Skala in der Bandbreite von „Keine“ bis „Sehr hoch“ gemessen.
176. Die gewählten quantitativen Kriterien Größe (Umsatzerlöse), Profitabilität (erwartete EBITDA-Marge) und Wachstumsaussichten (erwartetes Umsatzerlöswachstum, CAGR) sind fundamentalanalytisch begründet und erhöhen empirisch die Güte von rein qualitativen Selektionskriterien.
177. Alle oben aufgeführten Kriterien, sowohl qualitativ als auch quantitativ, fließen gleichwertig in die Scoring-Analyse ein, sodass sechs Unternehmen identifiziert wurden, die eine ausreichende Vergleichbarkeit zu Vita 34 bzw. PBKM aufweisen. Die Analyse der Vergleichsunternehmen führt schließlich zu folgender Peer Group:

Vergleichsunternehmen	Land	Vergleichbarkeit		Umsatz LTM (EUR Mio.)	Umsatz CAGR 2019-2022	Ø EBITDA Marge 2020-2022	Vermögens- umschlag 2019	Allgemeine Vergleich- barkeit
		Operativ	Regional					
BIONET Corp.	Taiwan	Hoch	Gering	24	n/a	n/a	0,4x	●
Cordlife Group Limited	Singapur	Hoch	Gering	32	n/a	n/a	0,3x	●
MEDIPOST Co., Ltd.	Südkorea	Hoch	Gering	36	n/a	n/a	0,2x	●
CryoLife, Inc.	USA	Gering	Mittel	221	12,9%	17,1%	0,5x	●
Cryo-Cell International, Inc.	USA	Hoch	Mittel	26	n/a	n/a	0,7x	●
Cryosite Limited	Australien	Mittel	Mittel	6	n/a	n/a	0,5x	●
Global Cord Blood Corporation	Hong Kong	Hoch	Gering	153	n/a	n/a	0,2x	●
<b>Vita 34</b>				<b>20</b>	<b>9,5%</b>	<b>30,2%</b>	<b>0,3x</b>	
<b>PBKM</b>				<b>48</b>	<b>14,9%</b>	<b>19,7%</b>	<b>0,4x</b>	
Peer Group Median				32	12,9%	17,1%	0,4x	
Peer Group Average				71	12,9%	17,1%	0,4x	

### 3.3.2. Peer Group-Übersicht

178. Die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen, insbesondere deren Geschäftstätigkeiten, lassen sich im Einzelnen wie folgt knapp zusammenfassen:

179. **Bionet Corp. (“Bionet”)**

Bionet ist eine private Nabelschnurblutbank mit Sitz in Taipeh Taiwan, die 1999 gegründet wurde. Sie bietet die langfristige Lagerung von Nabelschnurblutzellen und -geweben, mesenchymalen Stammzellen, dentalen Stammzellen und adipösen Stammzellen an. Darüber hinaus bietet Bionet pränatale genetische Testdienstleistungen und zellbasierte Hautpflege-Kosmetologieprodukte an. 2020 erwirtschaftete Bionet ca. EUR 23 Mio. Umsatzerlöse, vorwiegend in Taiwan.

180. **Cordlife Group Limited (“Cordlife”)**

Cordlife ist eine Nabelschnurblutbank mit Sitz in Singapur, die 2011 gegründet wurde. Sie bietet die langfristige Lagerung von Zellen aus Nabelschnurblut und Nabelschnurgewebe über ihr Netzwerk von Banken in Süd-Ost-Asien an. Darüber hinaus bietet Cordlife diagnostische Dienstleistungen an, darunter nicht-invasive pränatale Tests, pädiatrische Sehtests, Stoffwechsel-Screening bei Neugeborenen und genetische Screening-Dienstleistungen für Familien. Im Jahr 2020 erwirtschaftete Cordlife Umsatzerlöse von ca. EUR 31 Mio. in Süd-ostasien, hauptsächlich in Singapur, Hongkong und Indien.

181. **Medipost Co., Ltd. (“Medipost”)**

Medipost ist ein Zelltherapeutik-Unternehmen mit Sitz in Seongnam (Südkorea), das im Jahr 2000 gegründet wurde. Sie bietet stammzelltherapeutische Lösungen an und betreibt CellTree, eine Nabelschnurblutbank. Zusätzlich zu den Dienstleistungen der Nabelschnurblutbank (ca. 46% des Umsatzes) entwickelt und produziert Medipost Stammzellmedikamente und -therapien zur Behandlung verschiedener Krankheiten wie Knorpeldefekten im Knie, bronchopulmonaler Dysplasie und Alzheimer-Krankheit (klinische Studie). Medipost stellt auch Nahrungsergänzungsmittel unter der Marke Movita her. Im Jahr 2020 erwirtschaftete Medipost ca. EUR 37 Mio. Umsatzerlöse, vorwiegend in Südkorea.

182. **CryoLife, Inc. (“CryoLife”)**

CryoLife ist ein 1984 gegründeter Anbieter von Medizinprodukten und implantierbaren menschlichen Geweben für die Medizin- und Gesundheitsbranche mit Sitz in Kennesaw (USA). Sie ist in zwei Segmenten tätig: Konservierungsdienste und Medizinprodukte. Im Rahmen der Konservierungsdienste bietet CryoLife konservierte menschliche Gewebe für Herz- und Gefäßoperationen an. Unter Medical Devices bietet sie mechanischen Organersatz und chirurgisches Zubehör an. Im Jahr 2020 erzielte CryoLife Umsatzerlöse von ca. EUR 207 Mio., vorwiegend in den USA (ca. 50% des Umsatzes).

183. **Cryo-Cell International, Inc. (“Cryo-Cell”)**

Cryo-Cell ist ein Anbieter von privaten Stammzellen-Bankdienstleistungen mit Sitz in Oldsmar (USA) und wurde 1989 gegründet. Sie bietet die Langzeitlagerung von Nabelschnurblut und Gewebe-Zellen an. Sie lagert derzeit ca. 500.000 Proben aus 87 Ländern. Ergänzend zu ihrer

Kernaktivität im Bereich Stammzellenbanking stellt Cryo-Cell PrepaCyte CB her, eine Technologie zur Verarbeitung von Nabelschnurblut-Stammzellen. Cryo-Cell hält auch eine Beteiligung an Saneron CCEL Therapeutics, einer US-Biotech-Firma, die sich auf Zelltherapieforschung konzentriert. Im Jahr 2020 erwirtschaftete Cryo-Cell EUR 26 Mio. Umsatzerlöse.

184. **Cryosite Limited (“Cryosite”)**

Cryosite ist ein Anbieter von Kryokonservierungslagerung und Logistikdienstleistungen für die pharmazeutische und medizinische Industrie mit Sitz in South Granville (Australien), der 1999 gegründet wurde. Cryosite betreibt zwei Segmente: die Logistik für klinische Studien und biologische Dienstleistungen sowie die Lagerung von Nabelschnurblut und Gewebe. Unter Logistik für klinische Studien und biologische Dienstleistungen bietet es spezialisierte Kryolagerung und Logistik für klinische Studien und Forschung an. Im Rahmen der Lagerung von Nabelschnurblut und Gewebe wird die Kryokonservierung von Nabelschnurblut und Geweben für individuelle Kunden angeboten. Im Jahr 2019 erwirtschaftete Cryosite ca. EUR 5,5 Mio. Umsatzerlöse, vorwiegend in Australien.

185. **Global Cord Blood Corporation (“Global Cord Blood”)**

Global Cord Blood, ist ein Anbieter von privaten Nabelschnurblut-Lagerungsdienstleistungen mit Sitz in Hongkong, der 2008 gegründet wurde. Global Cord Blood Nabelschnurblut testet, verarbeitet und lagert Nabelschnurblut für einzelne Familien. Das Unternehmen war früher als China Cord Blood Corporation bekannt und änderte 2018 seinen Namen in Global Cord Blood Corporation. Im Jahr 2019 erwirtschaftete Global Cord Blood ca. EUR 157 Mio. Umsatzerlöse, vorwiegend in China.

#### 4. ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

186. Auftragsgemäß wurde die Ermittlung der Unternehmenswerte der Vita 34 und der PBKM unter Berücksichtigung der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 vorgenommen. Nach einer Einführung in die rechtlichen Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Umtauschverhältnisses werden im Folgenden die zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses angewandten Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts dargestellt. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert, haben ihren Niederschlag in der Literatur und werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.

##### 4.1. Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Umtauschverhältnisses gemäß § 255 Abs. 2 AktG

187. In Folge der Geplanten Transaktion beabsichtigt die Vita 34, eine Sachkapitalerhöhung gegen Sacheinlage gemäß § 182 AktG durchzuführen. Aufgrund des beabsichtigten Bezugsrechtsausschlusses für die Vita 34-Altaktionäre bedarf die geplante Sachkapitalerhöhung gemäß § 186 Abs. 3 AktG einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst. Jedoch kann auch bei Vorliegen einer solchen Mehrheit die Beschlussfassung der Hauptversammlung gemäß § 255 Abs. 1 AktG durch die Aktionäre angefochten werden und ggf. die Eintragung der geplanten Sachkapitalerhöhung gerichtlich untersagt werden. Nach § 255 Abs. 2 AktG stellt es einen zulässigen Anfechtungsgrund dar, wenn der sich aus dem Erhöhungsbeschluss ergebende Ausgabebetrag oder der Mindestbetrag, unter dem die Aktien nicht ausgegeben werden sollen, „unangemessen niedrig“ ist. Zielsetzung des § 255 Abs. 2 AktG ist insofern der Schutz der Altaktionäre vor einer unangemessenen Verwässerung ihres Vermögens und Dividendenbezugsrechts durch eine Sachkapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss.

188. Im Umkehrschluss kann aus der genannten Vorschrift abgeleitet werden, dass die Anfechtung des Beschlusses durch die Aktionäre nicht auf eine fehlerhafte Bewertung gestützt werden kann, wenn der Wert der Sacheinlage dem Wert der im Gegenzug auszugebenden Aktien entspricht und insofern keine unangemessene Verwässerung der Aktionäre eintritt. In Bezug auf die beabsichtigte Sachkapitalerhöhung der Vita 34 bedeutet dies, dass der Wert der in die Vita 34 als Sacheinlage einzubringenden PBKM-Aktien, dem Wert der dafür im Gegenzug von der Vita 34 an die PBKM-Aktionäre auszugebenden neuen Aktien entspricht. Es kommt demnach auf das Umtauschverhältnis, d.h. das Verhältnis von Leistung und Gegenleistung an, also den Wert der vom Sacheinleger zu erbringenden Sacheinlage im Verhältnis zum Wert der Aktien, die die Gesellschaft im Gegenzug als Leistung ausgibt. Insofern setzt die Ermittlung eines angemessenen Ausgabebetrages für die Vita 34-Aktien jeweils die Ermittlung eines angemessenen Wertes des Eigenkapitals der Vita 34 und der PBKM zum Zeitpunkt der über die Geplante Transaktion abzustimmenden außerordentlichen Hauptversammlung voraus.

189. In einem gewissen Gegensatz zu § 255 Abs. 2 AktG sind die Bewertungsgrundsätze im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen, wie z.B. dem Abschluss eines Beherrschungs- und

Gewinnabführungsvertrages nach §§ 291 ff. AktG oder eines aktienrechtlichen Squeeze-Out gemäß § 327 a ff. AktG, vergleichsweise weit entwickelt und in der betriebswirtschaftlichen Fachliteratur weitestgehend anerkannt. Sowohl die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG bzw. der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages als auch der angemessenen Barabfindung nach § 327 Abs. 1 AktG bei Durchführung eines Squeeze-Outs setzen die Ermittlung eines angemessenen Wertes des Eigenkapitals der die Maßnahme durchführenden Gesellschaft zum Zeitpunkt der über die jeweilige Maßnahme beschließenden Hauptversammlung voraus. Da nicht nur das Bewertungsziel bei den aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen mit der ratio legis des § 255 Abs. 2 AktG vergleichbar ist, sondern auch die Zielsetzung des Gesetzgebers, Minderheitsaktionäre bzw. außenstehende Aktionäre vor einer unangemessenen Beeinträchtigung ihrer Vermögensposition zu schützen, werden die durch die Rechtsprechung entwickelten Grundsätze zur Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ebenso für den hier vorliegenden Anlass bei einer Sachkapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss berücksichtigt.

190. Zur Festlegung des (angemessenen) Umtauschverhältnisses ist die Bewertung beider Unternehmen auf vergleichbarer Basis erforderlich. Danach ist bei der Ermittlung des jeweiligen Unternehmenswerts die gleiche Bewertungsmethode anzusetzen.<sup>32</sup> Zur Vergleichbarkeit der Unternehmenswerte beider Gesellschaften ist es unabdingbar, möglichst gleiche Ausgangsvoraussetzungen für die Bestimmung der Wertrelation zu schaffen. Demnach ist innerhalb der Bewertungsmethoden darauf zu achten, dass nicht nur allgemeine Parameter zu relevanten Märkten oder der volkswirtschaftliche Gesamtentwicklung, sofern zutreffend, in gleicher Höhe Eingang in die Bewertung finden sondern auch eine vergleichbare Planungsphilosophie bei der Prognose der künftigen Unternehmenserfolge zu Grunde gelegt wird.

## 4.2. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1

191. Der Unternehmenswert wird durch das Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen Werte bestimmt. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das auftragungsgemäße, oft nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt.
192. Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können. Darüber hinaus sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder bereits hinreichend konkretisiert waren (sog. Wurzeltheorie).
193. Der Wert eines Unternehmens nach IDW S 1 ist anlassbezogen zu ermitteln. Er bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der Nettozuflüsse

---

<sup>32</sup> vgl. stellvertretend OLG Düsseldorf, Beschluss vom 31. Januar 2003 – 19 W 9/00 („Siemens-Nixdorf“), AG 2003, 329, 334, mit weiteren Nennungen sowie OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 – 20 W 5/05 („Wüstenrot & Württembergische“), AG 2006, 421, 427;



an die Unternehmenseigner. Zur Ableitung des Barwerts der Nettozuflüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.

194. Der Unternehmenswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und der Veräußerung etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte erwirtschaftet werden (sog. Zukunftserfolgswert). Hierzu werden nach Theorie und Praxis die Ertragswertmethode und Varianten der Discounted Cashflow (DCF)-Methode verwendet. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.
195. Der Zukunftserfolgswert hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die als Nettoeinnahmen in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip). Dabei ist bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten.
196. Der Wert des Eigenkapitals lässt sich direkt durch die Nettokapitalisierung anhand des sog. Ertragswertverfahrens bzw. des Cashflow-to-Equity-Ansatzes als eine Variante der DCF-Methode oder indirekt durch Bruttokapitalisierung nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (sog. Weighted Average Cost of Capital-Ansatz, im Folgenden „WACC-Ansatz“), dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz ermitteln. Während bei der direkten Ermittlung die um die Fremdkapitalkosten verminderten (gesamten) finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden, bezieht sich die Diskontierung im Rahmen der indirekten Ermittlung auf die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit und einer anschließenden Minderung des so ermittelten Unternehmensgesamtwerts (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.
197. Bei unternehmerischen Initiativen, bei denen die Bewertung als objektivierte Informationsgrundlage dient, kann grundsätzlich von einer mittelbaren Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Eigentümer ausgegangen werden. Hierbei wird die Annahme getroffen, dass die Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativeninvestition in ein Aktienportfolio auf der Anteilseignerebene einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen. Im Bewertungskalkül wird dann auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes verzichtet.
198. Im vorliegenden Fall wird im Einklang mit den Anforderungen des IDW S 1 der WACC-Ansatz als eine Variante der DCF-Methode zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts herangezogen.

199. Bei börsennotierten Gesellschaften kann für Bewertungszwecke grundsätzlich auf den Börsenkurs abgestellt werden. Der Preis für Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (z.B. Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) können festgestellte Börsenkurse mehr oder weniger stark vom Wert des gesamten Unternehmens bzw. dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwert abweichen, sodass dieser Stichtagskurs als Ausgangspunkt für die direkte Ableitung des Unternehmenswerts ungeeignet sein kann.
200. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – gemäß IDW S 1 zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen.
201. Jedoch können Argumente gegen eine direkt oder indirekt aus Börsenkursen abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da diese von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Markts, von zufallsbedingtem Umsatzerlösen, besonderen Marktsituationen und von spekulativen Marktbewegungen beeinflusst sein können. Zudem kann eine Verwendung von Börsenkursen als Grundlage des Werts des Eigenkapitals eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie z.B. die verabschiedete Unternehmensplanung, verwendet.
202. Gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung (Stollwerck<sup>33</sup> und DAT/ALTANA<sup>34</sup>) bildet der Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen die Untergrenze der angebotenen Abfindung bzw. des Ausgleichs. Dabei ist auf den nach Handelsvolumen gewichteten Dreimonatsdurchschnittsbörsenkurs (sog. „VWAP“ oder „Dreimonatsdurchschnittskurs“) zum Zeitpunkt der Ankündigung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme abzustellen. Sofern diese aus der Rechtsprechung zu aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze auf die Ermittlung des (angemessenen) Umtauschverhältnisses gemäß §255 Abs. 2 AktG zu übertragen sind, muss der Wert des Eigenkapitals der Vita 34 bzw. der PBKM mindestens dem sich aus dem jeweiligen VWAP ergebenden Wert des Eigenkapitals entsprechen.
203. Für das Umtauschverhältnis der Aktien von Vita 34 und PBKM bedeutet dies, dass die nach dem Unternehmenswertkonzept des IDW S 1 ermittelten Unternehmenswerte auf einer in der Betriebswirtschaftslehre anerkannten und in der Praxis gebräuchlich Methode basieren und somit als Grundlage für die Ermittlung des Umtauschverhältnisses herangezogen werden können.<sup>35</sup>

---

<sup>33</sup> Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 (Stollwerck-Entscheidung).

<sup>34</sup> Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 (DAT/Altana).

<sup>35</sup> BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 („Stinnes AG“), AG 2016, 135, 140 (Squeeze-out).

### 4.3. Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

204. Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren. Somit beruht die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft und beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen sowie daraus vermutlich resultierende finanzielle Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich. Ferner ist die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse durch den Bewertungsgutachter auf Ihre Plausibilität hin zu beurteilen. Die künftigen finanziellen Überschüsse müssen aus einer konsistenten und integrierten Unternehmensplanung (Financial Model), bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung, abgeleitet werden.
205. Ergänzend ist im IDW Praxishinweis 2/2017 <sup>36</sup> konkretisiert, welche Maßstäbe im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung angelegt werden sollten. Die Plausibilisierung der Unternehmensplanung sollte in den folgenden drei Bereichen erfolgen:
- Rechnerische und formelle Plausibilität
  - Interne Plausibilität
  - Externe Plausibilität
206. Den ersten Schritt stellt i.d.R. die rechnerische und formelle Überprüfung der Unternehmensplanung dar. Dabei werden die Fehlerfreiheit der Berechnungen und die Konsistenz der Annahmen zwischen den Teilplänen überprüft. Die erste inhaltliche Würdigung erfolgt sodann bei der internen Plausibilisierung. Diese besteht zum einen aus dem Abgleich der Unternehmensplanung mit den strategischen und operativen Zielen des Managements. Zum anderen sollte eine Unternehmensanalyse erfolgen, d.h. eine Vergangenheitsanalyse und eine Würdigung der Unternehmenspotentiale sowie deren Konsistenz mit der Unternehmensplanung. Letztlich sollte die Unternehmensplanung auch anhand externer Maßstäbe plausibilisiert werden. Dies umfasst sowohl allgemeine Marktanalysen als auch die Analyse des spezifischen Wettbewerbsumfelds des zu bewertenden Unternehmens. Die externe Plausibilisierung stellt sicher, dass die vom Unternehmen aufgestellte Planung nicht in Widerspruch zu makroökonomischen, absatzmarktspezifischen sowie wettbewerbsrelevanten Entwicklungen und Prognosen steht. Insbesondere die SWOT-Analyse, in der die wesentlichen unternehmensinternen und externen Faktoren komprimiert analysiert werden, ist essentiell für die externe Plausibilisierung der Unternehmensplanung.

---

<sup>36</sup> Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion vom 2. Januar 2017.

207. Im Folgenden werden zur Plausibilisierung der Planung der grundsätzliche Aufbau der Planung, der Planungsprozess und die Planungstreue in der Vergangenheit analysiert. Der relevante Maßstab in Bezug auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung wird dabei durch die höchstrichterliche Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bestätigt bzw. konkretisiert. Demnach müssen Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein.<sup>37</sup> Da auftragsgemäß im Zuge der Ermittlung des Umtauschverhältnisses zwischen den Vita 34-Aktien und den PBKM-Aktien eine eigenständige Ermittlung der Unternehmenswerte der Vita 34 und der PKBM durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der jeweiligen Planungen vorgenommen.
208. Daher bezieht sich der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung analog zu IDW S 1 und der Rechtsprechung auf die rechnerische Richtigkeit, die Widerspruchsfreiheit sowie der Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planung beruht.
209. Vor diesem Hintergrund werden, unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld, kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt und diese Kennzahlen im Rahmen eines Benchmarking mit historischen Ergebnissen und Analystenschätzungen, sofern verfügbar, für die Peer Group, verglichen.

## 4.4. Bewertung anhand der DCF-Methode

210. Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 nach der Ertragswert- oder der DCF-Methode ermittelt werden.<sup>38</sup> Da die sachgerechte Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsmethoden keinen Einfluss auf den Unternehmensgesamtwert hat, sind gemäß IDW S 1 beide Diskontierungsmethoden gleichwertig anzusehen. Bei gleichen Bewertungsannahmen führen beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten.
211. Aufgrund des Anlasses der Unternehmensbewertung, wird im Folgenden bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse und bei der Ermittlung des Unternehmenswertes auf den WACC-Ansatz abgestellt.

---

<sup>37</sup> Vgl. BVerfG, 1 BvR 3221/10 vom 24.05.2012, Abs. 12.

<sup>38</sup> Vgl. IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008)

4.4.1. Wert des Eigenkapitals und WACC-Ansatz

212. Beim WACC-Ansatz der DCF-Methode wird der Wert des Eigenkapitals wie folgt ermittelt:

**Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value)**

- Verzinliche Verbindlichkeiten
- = DCF-Wert
- +/- Sonderwerte
- = **Wert des Eigenkapitals**

213. Der WACC-Ansatz der DCF-Methode ermittelt in einem ersten Schritt den Unternehmensgesamtwert, indem die zukünftigen Cashflows der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag diskontiert werden. Dabei werden die zukünftigen Free Cashflows definiert als die maximal ausschüttbaren finanziellen Überschüsse, die den Fremd- und Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen. Um den hier vorliegenden DCF-Wert zu erhalten, muss vom Unternehmensgesamtwert der Marktwert der verzinlichen Verbindlichkeiten abgezogen werden.

214. Der Free Cashflow ist definiert als das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT), abzüglich Ertragsteuern und geplanten Investitionen, zuzüglich Abschreibungen und unter Berücksichtigung geplanter Veränderungen des Nettoumlaufvermögens.

215. Für Bewertungszwecke wurden die Ertragsteuern auf das operative Ergebnis berechnet. Somit werden die Ertragsteuern berechnet, als ob das Unternehmen rein eigenfinanziert wäre. Der Vorteil einer Fremdfinanzierung, sog. „Tax Shield“, d.h. die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen, wird im WACC-Ansatz über eine Anpassung des Diskontierungssatzes berücksichtigt.

216. Der Free Cashflow wird folgendermaßen berechnet.

**Operatives Ergebnis (EBIT)**

- Adjustierte Steuern (auf EBIT bei 100%iger Eigenfinanzierung)
- = NOPLAT
- + Abschreibungen
- /+ Investitionen / Desinvestitionen ins Anlagevermögen
- /+ Investitionen / Desinvestitionen ins Nettoumlaufvermögen
- = **Free Cashflow**

217. Der Free Cashflow, der hier als Grundlage für die Wertermittlung nach der DCF-Methode gemäß dient, ist die Größe, die den Eigen- und Fremdkapitalgebern zufließt. Demnach wird der Free Cashflow mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten diskontiert, die den gewichteten durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigen- und Fremdkapitalgeber entsprechen. Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten werden auch als WACC bezeichnet.

218. Die Planung des Cashflow-to-Equity bzw. des Free-Cashflow wird üblicherweise in zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts. Die zweite, sogenannte Fortführungsphase (im Folgenden „Terminal Value“ bzw. kurz „TV“) unterstellt für das Bewertungsobjekt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand innerhalb dessen die jährlichen finanziellen Überschüsse als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angenommen werden.
219. Sofern das Bewertungsobjekt sich zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht im zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen „nachhaltigen Zustand“ befindet, sind in der Fortführungsphase entsprechende Annahmen, z.B. in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen und die Laufzeit vorteilhafter Verträge, zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen.
220. Im vorliegenden Fall wird eine vergleichende Bewertung durchgeführt, deren Bewertungsobjekte Umsatzerlöse in zahlreichen Währungen und Regionen generieren und verschiedene Unternehmensplanungen haben. Während beide Unternehmen Bottom-Up Planungsansätze verfolgen, werden die Einzelplanungen der PBKM auf Länderebene in lokalen Währungen erstellt und dann mittels Spot-Rates in polnische Zloty umgerechnet. Dadurch liegen den unterschiedlichen Wachstumserwartungen verschiedene Preis-, Wachstums- und Inflationsannahmen der jeweiligen Länder zugrunde. Grundsätzlich weist die Unternehmensplanung der PBKM in polnischen Zloty eine höhere Wachstumsrate auf, die jedoch über die Umrechnung der Free Cashflows mit Forward-Rates in Euro relativiert werden. Das zusätzliche Risiko, das sich aus unterschiedlichen Währungen bzw. regionalen Diversifikationen ergibt, wird durch den Ansatz einer Länderrisikoprämie in den Kapitalkosten (vgl. Kapitel 5.4.1.2 und 6.4.1.2) berücksichtigt.

#### 4.4.2. Minderheiten

221. Da Minderheiten bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zunächst unberücksichtigt bleiben, wird eine gesonderte Bewertung der auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse vorgenommen. Dabei werden die auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse mit den risikoäquivalenten Eigenkapitalkosten des jeweiligen Bewertungsobjektes der jeweiligen Periode diskontiert. Der so ermittelte Barwert wird dann von dem ermittelten DCF-Wert abgezogen.

#### 4.4.3. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

222. Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des DCF-Werts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem DCF-Wert bzw. dem Wert des Eigenkapitals hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür u.a. bestimmte Finanzaktiva und steuerliche Effekte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögensteile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche operative Unternehmensaufgabe berührt wäre. Diese Kriterien treffen häufig auf zur Veräußerung bestimmte Vermögenswerte zu.

#### 4.4.4. Wert des Eigenkapitals

223. Die Berücksichtigung von Sonderwerten als Addition bzw. von Minderheiten als Subtraktion vom Ertragswert führt letztlich zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

#### 4.5. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

224. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig als Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von Peer Group-Unternehmen abgeleitet wird. Wie die DCF-Methode wird auch die Multiplikator-Methode den Gesamtbewertungsverfahren zugeordnet.
225. Auftragsgemäß wird jeweils der objektivierte Wert des Eigenkapitals gemäß der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 ermittelt. Hiernach stellt die Multiplikator-Methode grundsätzlich keine zur DCF-Methode gleichrangige Bewertungsmethode dar. Gemäß IDW S 1 können vereinfachte Preisfindungsverfahren (z.B. Ergebnismultiplikatoren, umsatz- oder produktmengenorientierte Multiplikatoren) lediglich im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach der DCF-Methode bieten. Ergibt sich eine Differenz zwischen dem Zukunftserfolgswert und einem zur Plausibilitätskontrolle anhand einer vereinfachten Preisfindung ermittelten Preis für das Unternehmen, so kann dies ein Anlass sein, neben den zur Plausibilitätskontrolle herangezogenen Größen auch die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu überprüfen.
226. Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Peer Group-Unternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen, wie Umsatz, EBITDA, EBIT, Jahresüberschuss etc., in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so ermittelten Relationen (die Multiplikatoren) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den zugrundeliegenden Bezugsgrößen und dem Unternehmensgesamtwert bzw. dem Wert des Eigenkapitals ein proportionaler Zusammenhang besteht. Die genannten Bezugsgrößen werden hilfsweise herangezogen, da für Cashflow- und Kapitalrenditegrößen (insbesondere für die Peer Group) regelmäßig keine Prognosen von Analysten erstellt und veröffentlicht werden. Entscheidendes Merkmal der Multiplikator-Methode ist, dass der Ausgangspunkt der Bewertung die beobachtbaren Preise darstellen. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen werden jedoch diese Preise über verschiedene Bewertungsschritte angepasst, um im Endergebnis eine Schätzung für den fundamentalen Unternehmensgesamtwert zu erhalten (analog zur DCF-Methode). Solche Anpassungen können v.a. bei verzerrten Marktpreisbildungen aufgrund externer Schocks oder Marktunvollkommenheiten (z.B. durch die Finanz- und Wirtschaftskrise) erforderlich sein. Unter Umständen können verzerrte Marktpreisbildungen auch zur Nichtanwendbarkeit einzelner Multiplikatoren oder der Multiplikator-Methode insgesamt führen.
227. Ein Vorteil der multiplikatorgestützten Unternehmensbewertung ist deren strikte Marktbezogenheit. Die zugrundeliegenden Preisrelationen sind beobachtbar und werden tatsächlich auf

Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Andererseits ist diese Bewertungsmethode (ebenso wie die Ableitung des Kapitalisierungszinses aus Kapitalmarktdaten) damit auch Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können und über Bewertungsanpassungen durch den Gutachter zu korrigieren sind. Insbesondere in Krisenphasen müssen die vorliegenden Marktpreise aufgrund von möglichen Verzerrungen und Sondersituationen kritisch gewürdigt werden.

228. Im Rahmen der empfohlenen Vorgehensweise nutzt die Multiplikatorgestützte Bewertung daher, ebenso wie die Diskontierungsmethode, unternehmensinterne Planungen und Informationen. Die ermittelten Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen werden auf die realisierten und die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis der gleichen Unternehmensplanung, die auch bei der DCF-Methode verwendet wird) angewendet. Allerdings ist der verfügbare Zeitraum der Prognose deutlich kürzer als bei Anwendung der Diskontierungsmethode.
229. Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Preis zur Bezugsgröße des Peer Group-Unternehmens. Analysen basieren regelmäßig auf Multiplikatoren der vergangenen zwölf Monate bzw. des vergangenen Jahres (sog. LTM-Multiplikatoren bzw. Stichtags-Multiplikatoren sowie der darauffolgenden Jahre (sog. Forward-Multiplikatoren). Grundsätzlich sind zukunftsorientierte Multiplikatoren bei der marktpreisorientierten Bewertung vorzuziehen. Historische Multiplikatoren, wie LTM-Multiplikatoren, können durch Sondereffekte verzerrt sein. Zukunftsorientierte Multiplikatoren hingegen basieren typischerweise auf normalisierten Schätzungen von Analysten, während LTM-Multiplikatoren auf IST-Werten basieren. LTM-Multiplikatoren finden zur Wahrung der Zeitkongruenz primär Verwendung bei Transaktionsmultiplikatoren (Transaction Multiples).
230. Die hier gewählten Peer Group Unternehmen sind in einem speziellen Nischenmarkt tätig und in der Regel kleine Unternehmen. Entsprechend werden sie nicht ausreichend von Aktienanalysten beobachtet. Ebenso ist die Kapitalmarktkommunikation seitens der Unternehmen eingeschränkt, sodass keine sog. Forward-Multiples verfügbar sind. Die Multiplikator-Analyse umfasst daher ausschließlich historische LTM-Multiplikatoren unter Beachtung der realisierten Wachstums- und Margenprofile.

## 4.6. Liquidationswert

231. Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswertmethode, als Einzelbewertungsverfahren bezeichnet. Der Liquidationswert wird im Konzept des IDW S 1 als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen von anderen Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.
232. Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensteile oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als



Liquidationswert zu berücksichtigen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.

233. Der Wert des zu liquidierenden Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. Eine besondere Bedeutung kann dabei den immateriellen Vermögenswerten, den Grundstücken und Gebäuden sowie technischen Anlagen zukommen, da in diesen Vermögenswerten wesentliche stille Reserven zu erwarten sind.
234. Darüber hinaus hat die unterstellte Zerschlagungsgeschwindigkeit wesentlichen Einfluss auf den Wert des Vermögens. Grundsätzlich gilt, dass sich eine beschleunigte Liquidation innerhalb kurzer Zeit („Zerschlagung“) negativ auf die Veräußerungsbedingungen, insbesondere das zu erwartende Preisniveau, auswirkt, die finanziellen Überschüsse bei einer Zerschlagung aber relativ früh anfallen. Im Gegensatz dazu bestehen im Rahmen einer planmäßigen Liquidation über mehrere Jahre („Abwicklung“) zwar grundsätzlich günstigere Veräußerungsbedingungen, die dabei erzielten Liquidationserlöse fallen jedoch teilweise deutlich später an und sind aus Vergleichsgründen auf den Liquidationszeitpunkt zu diskontieren.
235. Von dem so ermittelten Vermögenswert sind bestehende Schulden zu ihrem Ablösebetrag abzuziehen. Dabei sind erst infolge der Liquidation entstehende Passivposten, z.B. Sozialplanverpflichtungen, sowie durch Liquidation entfallende Verpflichtungen wie Aufwands- und Kulanzrückstellungen bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen. Die Überschüsse werden in einem weiteren Bewertungsschritt um voraussichtliche Liquidationskosten, die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstehen und von dem zu liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie Ertragsteuern auf einen ggf. anfallenden Liquidationsgewinn gekürzt.
236. Die Bewertung der Substanz (Substanzwert) unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Dieser hat keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwertes einer fortzuführenden Unternehmung. Substanzwerte werden daher im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt. Auch werden im konkreten Bewertungsfall keine Anzeichen für eine Liquidation oder eine Liquidationsabsicht der Gesellschaften gesehen, sodass der Liquidationswert nicht relevant ist.

#### 4.7. Berücksichtigung von Synergien nach IDW S 1

237. Nach den Grundsätzen des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 sind Synergien bei der Unternehmensbewertung entsprechend zu würdigen. Nach IDW S 1 versteht man unter Synergieeffekten die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Ferner ist zur Ermittlung eines objektivierten Werts gemäß IDW S 1 zwischen sog. echten und unechten Synergien zu unterscheiden. Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen. Die aus unechten Synergien resultierenden finanziellen Überschüsse sind bei der Bestimmung eines objektivierten Unternehmenswerts grundsätzlich zu berücksichtigen, jedoch nur soweit die synergienstiftenden Maßnahmen

bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind. Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen. Im vorliegenden Bewertungsanlass richtet sich die Unterscheidung der echten und unechten Synergien danach, ob die Realisierung der Synergien mit oder ohne Durchführen der Geplanten Transaktion möglich ist sowie, ob die entsprechenden Maßnahmen zur Realisierung der Synergien bereits eingeleitet oder hinreichend konkretisiert sind.

## 5. BEWERTUNG DER VITA 34

### 5.1. Plausibilisierung der Unternehmensplanung

#### 5.1.1. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Unternehmensplanung

238. Der Planungsprozess der Vita 34 erfolgt grundsätzlich über einen „Bottom-Up“-Ansatz. Generell wird die Unternehmensplanung für ein Planjahr (Budget-Jahr) vom Aufsichtsrat verabschiedet. Zusätzlich wurden dem Aufsichtsrat bisher immer zwei weitere Planjahre (Mittelfristplanung) zu Informationszwecken bereitgestellt. Im Rahmen der aktuellen Unternehmensplanung wurde dem Aufsichtsrat erstmalig eine 4-Jahres Mittelfristplanung zur Kenntnisnahme vorgelegt. Dies erfolgte insbesondere vor dem Hintergrund, dass das Forschungsprojekt im Bereich Immunzellen in der aktuellen Unternehmensplanung enthalten ist, welches ab 2023 zu tragen kommt und erst im Jahr 2025 signifikante Umsatzerlöse generiert. Die aktuelle Unternehmensplanung wurde im Jahr 2020 erstellt. Die aktuelle Planung setzt sich aus einer Budgetplanung für das Jahr 2021 sowie einer Mittelfristplanung für die Jahre 2022 bis 2025 zusammen. Die Unternehmensplanung wird als vollständig integriertes Planungsmodell bestehend aus einer Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz sowie der Cashflow-Rechnung erstellt. Die hinter dem Planungsmodell getroffenen Annahmen werden hinreichend dokumentiert und begründet.
239. In die Unternehmensplanung sind als vollkonsolidierte Gesellschaften Vita 34 AG, Seracell Pharma GmbH, Novel Pharma S.L., Secuvita S.L., Vita 34 Ges. f. Zelltransplantate m.b.H. und die Vita 34 ApS eingeflossen. Nicht vollkonsolidierte Gesellschaften der Gruppe werden nur über Einlagerungszahlen der Vita 34 in der Unternehmensplanung berücksichtigt.
240. Zu den in der Unternehmensplanung geplanten Geschäftsbereichen zählt das Stammzell-Geschäft B2C (Business to Customer) und B2B (Business to Business) bestehend aus Neueinlagerungen sowie Bestandseinlagerungen. Des Weiteren zählen zu den Geschäftsbereichen das Klinikgeschäft, die Markteinführung von AdipoVita ab 2022 und die Markteinführung von Immunzellen in 2023. Für die Projekte AdipoVita und Immunzellen liegt eine eigenständige Planung vor, welche in die Unternehmensplanung integriert wurde.
241. In der Unternehmensplanung sind keine Akquisitionen vorgesehen. Wechselkurse für die Berücksichtigung des Dänemark-Geschäfts (Vita 34 ApS) wurden auf Basis des Wechselkurses zum September 2020 linear fortgeschrieben. Des Weiteren werden keine Dividendenausschüttungen geplant.
242. Die Steuerplanung der Vita 34 erfolgt auf Basis der erwarteten steuerlichen Ergebnisse auf Einzelgesellschaftsebene unter Berücksichtigung von Verlustvorträgen und Steuersätzen.
243. Im Rahmen des Planungsprozesses wurde die vollständige Unternehmensplanung vom Vorstand verabschiedet und am 20. November 2020 dem Aufsichtsrat präsentiert. Im Rahmen des

Planungsprozesses hat der Aufsichtsrat am 20. November 2020 die Zustimmung zur Budgetplanung für das Jahr 2021 erteilt und die Mittelfristplanung für die Jahre 2022 bis 2025 zur Kenntnis genommen.

## 5.1.2. Analyse der Planungstreue

244. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung wurden neben der Analyse des Aufbaus der Planung und des Planungsprozesses grundsätzlich auch eine Analyse der Planungstreue vorgenommen, um Erkenntnisse über die Genauigkeit der Planung zu gewinnen. Zur Beurteilung der Planungstreue wurden die historischen Jahre 2018, 2019 und 2020 betrachtet.

in EUR Tsd.	Plan	Ist	Abweichung		Plan	Ist	Abweichung		Plan	Ist	Abweichung	
	2018	2018	Absolut	in %	2019	2019	Absolut	in %	2020	2020	Absolut	in %
<b>Financials</b>												
Gesamtleistung	21.211	20.409	-802	-3,8%	21.647	19.934	-1713	-7,9%	22.170	20.069	-2101	-9,5%
% Wachstum	10,6%	6,4%	-4,2%		6,1%	-2,3%	-8,4%		11,2%	0,7%	-10,5%	
EBITDA	4.194	4.722	528	12,6%	5.438	5.434	-4	-0,1%	6.345	5.344	-1001	-15,8%
EBITDA-Marge	19,8%	23,1%	3,4%	17,0%	25,1%	27,3%	2,1%	8,5%	28,6%	26,6%	-2,0%	-7,0%

245. Seit 2018 war bei den Umsatzerlösen zu beobachten, dass diese stets leicht unter Plan lagen. In 2018 wurde der Plan um -3,8% untererfüllt, in 2019 um -6,5% und in 2020 um -9,5%. Entgegen den Umsatzerlösen war beim EBITDA und bei der EBITDA-Marge für 2018 und 2019 zu beobachten, dass diese über Plan lagen. In 2018 lag das erzielte EBITDA um 12,6% über Plan und in 2019 um 5,7% über Plan. Für das Jahr 2020 lag das EBITDA unter Plan i.H.v. -15,8%.

246. Ein Vergleich von Umsatzerlöse und EBITDA zeigt, dass in der Vergangenheit eine Unterfüllung der Umsatzerlöse in 2018 und 2019 durch Kosteneinsparungsmaßnahmen überkompensiert werden konnte und damit eine Übererfüllung des EBITDA erzielt wurde. In 2020 konnte eine Unterfüllung wegen der Auswirkungen der Covid-19-Pandemie und einmaliger Beratungskosten im Zusammenhang mit der Analyse der Geplanten Transaktion nicht kompensiert werden.

247. Insgesamt zeigen die Umsatzerlös-Planabweichungen Werte zwischen -9,5% und -3,8% und damit in dem Betrachtungszeitraum stets eine Abweichung unter 10%. Die Abweichungen für EBITDA lagen zwischen -15,8% und 12,6% und damit stets innerhalb einer Abweichung unter 20%.

248. Aus dem Plan-/IST-Vergleich kann somit geschlossen werden, dass historische Umsatzverfehlungen durch Maßnahmen auf der Ergebnisebene überkompensiert wurden und die vorliegende Unternehmensplanung der Gesellschaft eine geeignete Basis für die Bewertung darstellt.

## 5.1.3. Analyse der Unternehmensplanung

249. Die Unternehmensplanung der Vita 34 wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – insbesondere mit Hilfe von zeitpunktbezogenen Kennzahlenanalysen und anhand von Benchmarking zur Peer Group analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme

und Wachstumsraten zu gewährleisten. Die verkürzte Unternehmensplanung der Vita 34 stellt sich folgendermaßen dar:

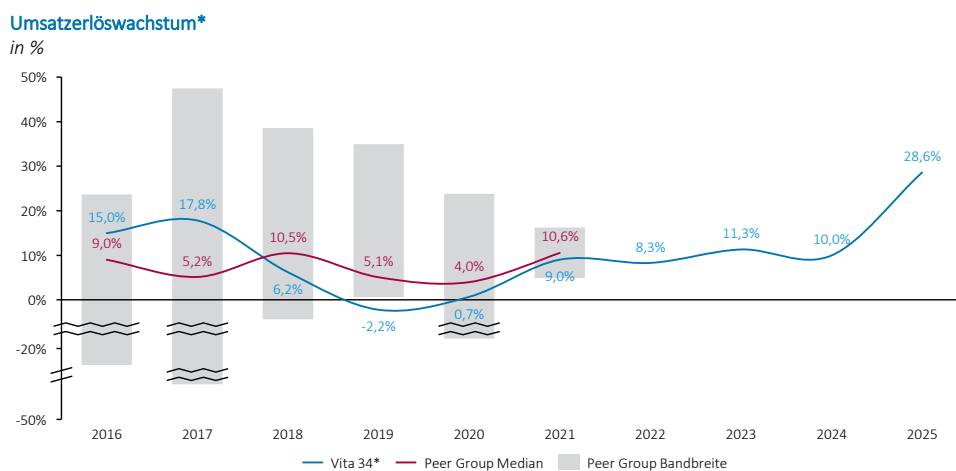
Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Tsd.	Historie			Planung				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Gesamtleistung</b>	<b>20.384</b>	<b>19.934</b>	<b>20.069</b>	<b>21.878</b>	<b>23.692</b>	<b>26.372</b>	<b>28.999</b>	<b>37.286</b>
Wachstum in %	6,2%	-2,2%	0,7%	9,0%	8,3%	11,3%	10,0%	28,6%
<b>EBITDA</b>	<b>4.722</b>	<b>5.434</b>	<b>5.343</b>	<b>5.904</b>	<b>6.839</b>	<b>7.967</b>	<b>9.110</b>	<b>10.708</b>
in % der Gesamtleistung	23,2%	27,3%	26,6%	27,0%	28,9%	30,2%	31,4%	28,7%
Abschreibungen	-2.092	-2.980	-2.964	-2.337	-2.301	-2.266	-2.270	-2.314
<b>EBIT</b>	<b>2.631</b>	<b>2.454</b>	<b>2.379</b>	<b>3.568</b>	<b>4.538</b>	<b>5.700</b>	<b>6.840</b>	<b>8.395</b>
in % der Gesamtleistung	12,9%	12,3%	11,9%	16,3%	19,2%	21,6%	23,6%	22,5%

### 5.1.3.1. Gesamtleistung

250. Die Gesamtleistung<sup>39</sup> wird durch Vita 34 entsprechend ihrer Aktivitäten geplant. Dazu zählen Umsatzerlöse aus Stammzellbanking, Umsatzerlöse aus Klinikgeschäft Seracell, sonstige Umsatzerlöse sowie Umsatzerlöse aus den Projekten AdipoVita und Immunzellen.
251. Neben Umsatzerlöse aus den bereits bestehenden Geschäftsaktivitäten – Stammzellbanking und Klinikgeschäft – sollen aus dem Projekt AdipoVita und Immunzellen Umsatzerlöse erzielt werden. Bei AdipoVita handelt es sich um die Entwicklung eines GMP-konformen Prozesses (Gute Herstellungspraxis) zur Isolation von SVF (stromale Gefäßfraktion) bzw. mesenchymalen Stammzellen aus frischem und kryokonserviertem Fettgewebe.
252. Als weiteren Bereich soll das Forschungsprojekt Immunzellen im Planungsverlauf zu den Umsatzerlösen der Vita 34 beitragen. Die zukünftige Geschäftsaktivität in diesem Bereich beinhaltet die Isolation und Einlagerung autologer Immunzellen in Form eines Immunzellisolats. Ziel des Projektes ist es, die präventive Einlagerung von Immunzellen als Ausgangsbasis für Immunzelltherapien anzubieten. Das Projekt wurde im 4. Quartal 2018 angestoßen und befindet sich aktuell in der Entwicklungsphase. Mit ersten Umsatzerlösen im Bereich Immunzellen plant Vita 34 im Planungszeitraum.

<sup>39</sup> Im Gegensatz zu PBKM wird bei Vita 34 auf die Gesamtleistung abgestellt. Die Gesamtleistung der Vita 34 besteht im letzten historischen Jahr 2019 aus Umsatzerlösen (100,4%) sowie aus negativen Bestandsveränderungen (-0,4%). Im Folgenden wird vereinfachend lediglich auf Umsatzerlöse eingegangen.

253. In einem weiteren Schritt wird das geplante Wachstum der Umsatzerlöse der Vita 34 mit dem Umsatzerlöswachstum der Peer Group-Unternehmen verglichen:



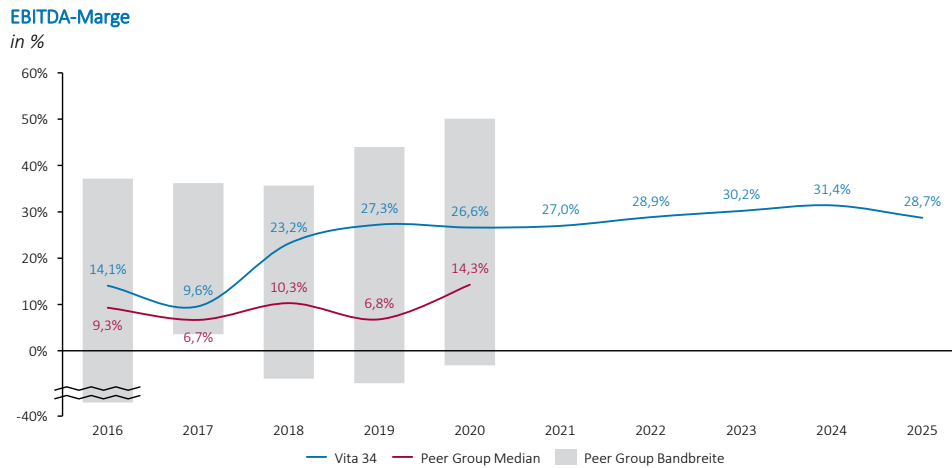
\*Zur Vergleichbarkeit wird hier der Umsatz von Vita 34 mit den Umsatzerlösen der Peer-Group-Unternehmen verglichen. Daher kann das hier gezeigte Wachstum der Umsatzerlöse vom Wachstum der Gesamtleistung in einzelnen Jahren leicht abweichen.

254. Das Wachstum der Umsatzerlöse der Peer Group-Unternehmen lag in der Vergangenheit im Median zwischen 4,0% und 10,5%. Das Wachstum der Umsatzerlöse der Vita 34 lag in den Jahren 2016 und 2017 zwischen oberhalb des Peer Group-Median jedoch innerhalb der Peer Group-Bandbreite. Ab dem Geschäftsjahr 2018 lag das Wachstum der Umsatzerlöse der Vita 34 am unteren Ende der Peer Group-Bandbreite. Innerhalb des Planungszeitraums liegt das Wachstum der Umsatzerlöse zwischen 8,3% und 28,6%. Ab 2021 plant Vita 34 mit Umsatzerlöse auf Peer Group-Niveau. Am Ende der Planungsperiode jedoch steigen die Umsatzerlöse sprunghaft. Der sprunghafte Anstieg resultiert aus dem Hochlauf der Umsatzerlöse aus Immunzellen.

### 5.1.3.2. Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)

255. Im Rahmen der Analyse der Unternehmensplanung werden im Folgenden die Aufwandsposten, die zum operativen Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) der Vita 34 führen, analysiert.
256. Die Erhöhung der EBITDA-Marge im Planungszeitraum ist u.a. auf ein unterproportionales Wachstum des Personalaufwands im Planungszeitraum zurückzuführen. Diese Entwicklung wird durch die Einführung von Immunzellen noch verstärkt, weil die Umsatzerzielung zu hohem Anteil mit bestehenden Kapazitäten erreicht werden soll.
257. Des Weiteren trägt eine unterproportionale Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Vergleich zu den Umsatzerlösen zur Erhöhung der EBITDA-Marge bei. Die Erhöhung ist insbesondere auf die zunehmenden Aufwendungen im Rahmen des Hochlaufs der Umsatzgenerierung aus Immunzellen zurückzuführen.

258. Darüber hinaus führen die unterproportional zu den Umsatzerlösen steigenden Materialkosten, welche auf den Hochlauf aus Immunzellen zurückzuführen sind, ebenfalls zu einer Erhöhung der EBITDA-Marge. Es wird vor allem mit zusätzlichem Personal im Herstellungsbereich geplant.
259. In einem weiteren Schritt wird die geplante Entwicklung der EBITDA-Marge der Vita 34 mit der EBITDA-Marge der Peer Group-Unternehmen verglichen:



260. Die historische EBITDA-Marge der Peer Group-Unternehmen liegt zwischen 6,7% und 14,3% für die Jahre 2016 bis 2020. In den Geschäftsjahren 2016 bis 2020 erzielte die Vita 34 eine EBITDA-Marge zwischen 9,6% und 27,3%. Insbesondere seit 2017 konnte die Gesellschaft ihre EBITDA-Marge u.a. aufgrund der positiven Effekte aus den Kosteneffizienzmaßnahmen und der Neuausrichtung des internationalen Geschäfts steigern. Damit liegt die historische EBITDA-Marge der Vita 34 stets oberhalb des Peer Group-Median aber innerhalb der Peer Group-Bandbreite.
261. Insgesamt liegt die geplante EBITDA-Marge der Vita 34 deutlich über dem Peer Group-Median, jedoch nur geringfügig über dem Niveau des Jahres 2019, sodass die Entwicklung in der Planperiode plausibel erscheint. Zusätzlich zeigt die Peer Group-Analyse stark heterogene Margenprofile der Unternehmen. Dies liegt u.a. in länderspezifischen Gegebenheiten der Unternehmen sowie in den Geschäftsbereichen und Produktgruppen. Im Vergleich mit der Peer Group erbringt Vita 34 margenstärkere Dienstleistungen Geschäftsbereich und erzielt deshalb tendenziell höhere EBITDA-Margen als im Median der Peer Group aber innerhalb beobachtbarer Margen der Peer Group-Unternehmen.

### 5.1.3.3. Finanzergebnis und Steuern

262. Das geplante Finanzergebnis der Vita 34 setzt sich aus Zinserträgen (Zinsen und ähnliche Erträge) und aus Zinsaufwendungen (Zinsen und ähnliche Aufwendungen) zusammen.

263. Die Zinserträge liegen ausschließlich im Planungsjahr 2020 in signifikanter Höhe vor. Die Reduzierung der Finanzaufwendungen ist insbesondere auf die Tilgung der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten bis 2024 zurückzuführen. Die effektiven Fremdkapitalkosten bewegen sich für die Vita 34 im Planungszeitraum in einer Bandbreite von 1,43% bis 2,15%.

264. Die Steuern vom Einkommen und vom Ertrag erhöhen sich im ersten Planjahr von EUR 0,8 Mio. in 2020 auf EUR 1,1 Mio. in 2021. Die effektive Steuerquote reduziert sich aber dabei von 33,8% in 2020 auf 32,6% in 2021. Die Steuerplanung der Vita 34 wurde auf Basis der Planung und der erwarteten steuerlichen Ergebnisse auf Ebene der Einzelgesellschaften unter Berücksichtigung von Verlustvorträgen und aktuellen Steuersätzen geplant.

#### 5.1.3.4. Jahresüberschuss

265. Das Jahresergebnis der Vita 34 betrug im Jahr 2020 EUR 1,5 Mio. und soll im Planungszeitraum weiter wachsen. Auch die Umsatzrentabilität steigt im Planungszeitraum.

#### 5.1.3.5. Bilanzplanung

266. Im Rahmen der Bewertungstätigkeit wurden die der Bewertung zugrundeliegende Plan-Bilanz der Vita 34 für die Jahre 2021 bis 2025 nachvollzogen und im Folgenden analysiert.<sup>40</sup>

Aktiva in EUR Tsd.	Historie			Planung				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Geschäfts- oder Firmenwert	18.323	18.323	18.323	18.323	18.323	18.323	18.323	18.323
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	19.990	16.160	14.230	16.618	16.710	15.565	14.462	13.385
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>38.313</b>	<b>34.483</b>	<b>32.553</b>	<b>34.941</b>	<b>35.033</b>	<b>33.888</b>	<b>32.786</b>	<b>31.708</b>
Sachanlagen	6.908	7.285	7.444	8.306	8.713	9.207	9.667	10.466
Nutzungsrechte Leasing	-	1.905	1.467	1.103	554	161	1.081	543
<b>Sachanlagen</b>	<b>6.908</b>	<b>9.190</b>	<b>8.911</b>	<b>9.409</b>	<b>9.267</b>	<b>9.368</b>	<b>10.748</b>	<b>11.009</b>
<b>Anlagevermögen</b>	<b>45.221</b>	<b>43.673</b>	<b>41.464</b>	<b>44.350</b>	<b>44.300</b>	<b>43.257</b>	<b>43.534</b>	<b>42.717</b>
<b>Vorräte</b>	<b>456</b>	<b>294</b>	<b>372</b>	<b>473</b>	<b>517</b>	<b>586</b>	<b>651</b>	<b>1.416</b>
<b>Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände</b>	<b>6.680</b>	<b>5.706</b>	<b>6.232</b>	<b>6.483</b>	<b>7.143</b>	<b>7.804</b>	<b>8.328</b>	<b>9.199</b>
<b>Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten</b>	<b>6.960</b>	<b>9.102</b>	<b>10.396</b>	<b>10.123</b>	<b>11.100</b>	<b>14.878</b>	<b>20.286</b>	<b>25.585</b>
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>14.096</b>	<b>15.102</b>	<b>17.000</b>	<b>17.080</b>	<b>18.760</b>	<b>23.268</b>	<b>29.264</b>	<b>36.200</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>59.317</b>	<b>58.775</b>	<b>58.464</b>	<b>61.430</b>	<b>63.060</b>	<b>66.525</b>	<b>72.798</b>	<b>78.918</b>

#### Anlagevermögen

267. Die Bilanzsumme lag im Jahr 2020 bei EUR 58,5 Mio. und erhöht sich im Detailplanungszeitraum. Diese Entwicklung ist auf die Erhöhung der liquiden Mittel als Folge der Zahlungsmittelfreisetzung in der Planung zurückzuführen.

268. Den größten Posten des Anlagevermögens stellen immaterielle Vermögenswerte dar. Diese setzen sich aus Geschäfts- oder Firmenwerten sowie sonstigen immateriellen Vermögensgegenständen zusammen. Für den Planungszeitraum plant die Vita 34 keine Akquisitionen und

<sup>40</sup> Bilanzwerte beziehen sich jeweils auf den 31. Dezember des Jahres.



keine Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert und plant diesen Posten mit einem konstanten Wert i.H.v. EUR 18,3 Mio. fort.

269. In den sonstigen immateriellen Vermögenswerten werden Entwicklungskosten, Patente und Lizenzen, erworbene Verträge und Entwicklungsprojekte sowie Kundenbeziehungen und Markennamen erfasst. Über den Planungszeitraum reduzieren sich die sonstigen immateriellen Vermögenswerte. Der Rückgang ist u.a. darauf zurückzuführen, dass ab 2023 keine Investitionen bei weiterbestehenden Abschreibungen geplant werden.
270. Die Sachanlagen setzen sich aus Sachanlagen und Nutzungsrechten aus Leasingverhältnissen zusammen. Die Sachanlagen enthalten im Planungsverlauf Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten, Technische Anlagen und Maschinen sowie andere Anlagen und Betriebs- und Geschäftsausstattung. Technische Anlagen und Maschinen stellen dabei den größten Posten dar. Der Anstieg der Sachanlagen im Planungsverlauf ist insbesondere auf den erhöhten Herstellungsbedarf aufgrund der steigenden Umsatzerlöse und die damit verbundene notwendige Ausweitung der Kapazität und der technischen Anlagen zurückzuführen.

## **Umlaufvermögen**

271. Das Umlaufvermögen setzt sich im Planungsverlauf aus Vorräten, Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände sowie Kassen- und Bankguthaben zusammen.
272. Die Vorräte setzen sich bei der Vita 34 aus Roh- Hilfs- und Betriebsstoffen sowie unfertigen Leistungen und unfertigen Erzeugnissen zusammen.
273. Zu den Forderungen und sonstigen Vermögensgegenständen zählen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Sonstige Forderungen und Vermögenswerte, Ertragsteuerforderungen und nicht frei verfügbare Zahlungsmittel.
274. Die Entwicklung des Umlaufvermögens spiegelt die Planung der Geschäftsaktivität wider und steht im Einklang mit der Umsatzerlös- und Ertragsentwicklung.

275. Die Passivseite der Bilanz beinhaltet neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches auf Basis der integrierten Unternehmensplanung abgeleitet wird:<sup>41</sup>

Passiva in EUR Tsd.	Historie			Planung				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Eigenkapital</b>	<b>29.546</b>	<b>28.048</b>	<b>29.535</b>	<b>34.829</b>	<b>37.877</b>	<b>41.732</b>	<b>46.370</b>	<b>52.089</b>
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpfl.	-	56	86	56	56	56	56	56
Rückstellungen	164	118	73	92	92	92	92	92
<b>Rückstellungen</b>	<b>164</b>	<b>174</b>	<b>159</b>	<b>148</b>	<b>148</b>	<b>148</b>	<b>148</b>	<b>148</b>
Verbindlichkeiten Kreditinstitute	6.974	5.281	3.766	2.260	754	4	-	-
Verbindlichkeiten Mietkauf	163	102	60	18	-	-	-	-
Leasingverbindlichkeiten	-	1.902	1.477	1.119	566	162	1.086	544
Kontokorrentkredit	-	-	-	-	-	-	-	-
Sonstige Finanzschulden	598	76	142	66	66	66	66	66
<b>Verzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>7.736</b>	<b>7.361</b>	<b>5.445</b>	<b>3.463</b>	<b>1.386</b>	<b>232</b>	<b>1.152</b>	<b>610</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.106	1.266	1.318	847	980	986	1.052	1.363
Abgegrenzte Zuwendungen	890	842	797	755	720	688	661	637
Vertragsverbindlichkeiten	14.158	14.747	15.122	14.885	15.350	15.935	16.566	17.017
Latente Ertragsteuern	4.306	4.410	4.684	5.092	5.159	5.234	5.289	5.216
Sonstige Verbindlichkeiten	1.118	1.224	972	881	1.031	1.052	1.066	1.109
Ertragsteuerverbindlichkeiten	294	703	432	529	408	517	494	729
<b>Unverzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>21.872</b>	<b>23.192</b>	<b>23.325</b>	<b>22.989</b>	<b>23.648</b>	<b>24.412</b>	<b>25.128</b>	<b>26.070</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>59.317</b>	<b>58.775</b>	<b>58.464</b>	<b>61.430</b>	<b>63.060</b>	<b>66.525</b>	<b>72.798</b>	<b>78.918</b>

## Eigenkapital

276. Bis 2025 entwickelt sich das Eigenkapital relativ konstant. Der relativ konstanten Entwicklung liegt zugrunde, dass alle verfügbaren liquiden Mittel für Zwecke der Unternehmensbewertung jedes Jahr fiktiv ausgeschüttet werden.

## Rückstellungen und Verbindlichkeiten

277. Die Rückstellungen der Vita 34 setzen sich aus Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen und aus sonstigen Rückstellungen zusammen. Die Rückstellungen beliefen sich in 2020 auf EUR 159 Tsd., reduzieren sich in 2021 auf EUR 148 Tsd. und werden im Anschluss konstant geplant.

278. Die verzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich aus Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Verbindlichkeiten aus Mietkauf, Leasingverbindlichkeiten und sonstigen Finanzschulden und sonstigen finanziellen Schulden zusammen. Im Planungszeitraum reduzieren sich die verzinslichen Verbindlichkeiten. Die Reduzierung ist insbesondere auf die vollständige Tilgung der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und der Verbindlichkeiten aus Mietkauf bis 2021 zurückzuführen. Die sonstigen Finanzschulden und sonstigen finanziellen Schulden werden konstant geplant.

279. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, abgegrenzte Zuwendungen, Vertragsverbindlichkeiten, latente Ertragsteuern, sonstige Verbindlichkeiten und Ertragsteuerverbindlichkeiten zusammen.

<sup>41</sup> Bilanzwerte beziehen sich jeweils auf den 31. Dezember des Jahres.

5.1.3.6. Ergebnis der Analyse der Unternehmensplanung

280. Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten wurden die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Unternehmensplanung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert.
281. Zukünftiges Umsatzerlöswachstum aus den bereits bestehenden Geschäftsbereichen soll insbesondere durch eine stärkere Markenpräsenz durch Marketing und Vertriebsmaßnahmen und der damit verbundenen Wahrnehmung des Potenzials für Kunden von Stammzelleinlagerungen erfolgen. Darüber hinaus tätigt die Vita 34 im Planungszeitraum Investitionen für die Forschungs- und Entwicklungsprojekte AdipoVita und Immunzellen. Diese sollen das Marktpotenzial durch neue Anwendungsfelder erweitern und zum Wachstum der Umsatzerlöse beitragen.
282. Der Sprunghafte Anstieg der Umsatzerlöse in 2025 steht unter Vorbehalt des Erfolgs laufender F&E-Aktivitäten im Zusammenhang mit dem Projekt Immunzellen. Unter Berücksichtigung einer Erfolgswahrscheinlichkeit von 50% sowie graduellen Anstieg der Kunden wurde die Umsatzplanung ab 2025 adjustiert.
283. Die Planung der EBITDA-Marge ist vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit realisierten Kostenoptimierung und der damit erzielten Erhöhung der historischen EBITDA-Marge als plausibel einzustufen. Die Vita 34 plant im Planungsverlauf eine EBITDA-Marge deutlich oberhalb des Peer Group-Median, was jedoch aufgrund der Heterogenität der Margenprofile der Vergleichsunternehmen und der eingeschränkten Wettbewerbssituation in Europa sowie durch den historischen Vergleich als weiterhin realisierbar erachtet wird. Aus der Anpassung der Umsatzerlöse resultiert eine Veränderung der EBITDA-Marge. Folgende Tabelle zeigt die Anpassungen:

in EUR Tsd.	Planung					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Gesamtleistung</b>						
Originale Gesamtleistung	20.069	21.878	23.692	26.372	28.999	37.286
Angepasste Gesamtleistung	20.069	21.878	23.692	26.372	28.999	31.092
Abweichung - Absolut	0	0	0	0	0	-6.195
Abweichung - %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-16,6%
<b>EBITDA</b>						
Originales EBITDA	5.343	5.904	6.839	7.967	9.110	10.708
Angepasstes EBITDA	5.343	5.904	6.839	7.967	9.110	9.250
Abweichung - Absolut	0	0	0	0	0	-1.458
Abweichung - %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-13,6%

284. In Summe führen die Anpassungen zu einer leicht höheren EBITDA-Marge.
285. Aufseiten der Bilanzplanung sind die geplanten Investitionen für Sachanlagen begründet und berücksichtigen Investitionen zur Erzielung von weiterem Umsatzerlöswachstum aus bestehenden Geschäftsbereichen sowie aus den Forschungs- und Entwicklungsprojekten. Die Positionen des Working Capital Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Vorräte und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wachsen mit den steigenden Umsatzerlösen und Materialaufwendungen. Zusätzlich basiert die Entwicklung der Sachanlagen auf einer Abschreibungsplanung. Die Reduzierung der verzinslichen Verbindlichkeiten über den Planungsverlauf ist anhand des Kreditspiegel begründet.

286. Im Rahmen der Bewertung der Vita 34 wurden innerhalb der Bilanz die liquiden Mittel auf das für den operativen Betrieb der Gesellschaft notwendige Niveau reduziert. Die überschüssige Liquidität wird in der Unternehmensbewertung als Sonderwert berücksichtigt.
287. Aufgrund der durchgeführten Analysen der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung, der Benchmarking-Analysen mit den Peer Group-Unternehmen, der mit dem Management der Vita 34 geführten Gespräche, der Analyse des Planungsprozesses und des Markt- und Wettbewerbsumfelds wird die Auffassung vertreten, dass die Unternehmensplanung unter Berücksichtigung der Anpassungen insgesamt weitgehend sachgerecht und plausibel ist.

## 5.2. Konvergenz- und Fortführungsphase

### Annahmen in der Konvergenz- und Fortführungsphase

288. Bei der Ermittlung des Werts des Eigenkapitals anhand des WACC-Ansatzes wird bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme, bei Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens, in zwei Planungsphasen unterschieden. Die erste Phase (Detailplanungsphase) besteht aus einer endlichen Anzahl von Perioden und umfasst in der Regel 3 bis 5 Jahre. In einer sich ggf. direkt daran anschließenden sog. Fortführungs- oder Rentenphase wird für die Ermittlung des Fortführungswerts von einer kontinuierlichen Entwicklung der Unternehmensüberschüsse über einen unendlichen Zeitraum mit einer konstanten Wachstumsrate ausgegangen. Die Fortführungsphase beschreibt eine Schätzgröße eines nachhaltigen Ertragsniveaus bei konstantem Wachstum.<sup>42</sup> Diese nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.
289. Befindet sich das Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in dem für den Ansatz der Fortführungsphase erforderlichen „eingeschwungenen Zustand“, z.B. eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sind in einer Konvergenzphase entsprechende Annahmen zu treffen, die einen Ansatz der Fortführungsphase ermöglichen. Der „eingeschwungene Zustand“ beschreibt eine nachhaltige Ertrags- und Vermögenslage in der sämtliche Posten der Gewinn- und Verlustrechnung mit der nachhaltigen Wachstumsrate wachsen und sich insofern keine Veränderungen von wesentlichen Werttreibern mehr ergeben. Mithilfe der Konvergenzphase können außerordentliche Effekte in der Planung abgebildet und die Planung in nachhaltige Schätzgrößen überführt werden. Dieser Vorgehensweise wurde gefolgt. Dabei wurde zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses eine detaillierte Modellierung der finanziellen Überschüsse bis zum Jahr 2029 vorgenommen und technisch im Jahr 2030 die ewige Rente angesetzt. Die Entwicklung des Umsatzerlöswachstums im Planungszeitraum zeigt noch nicht die

---

<sup>42</sup> Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 63 ff.

Charakteristik eines eingeschwungenen Zustandes der Gesellschaft. Im Rahmen der Konvergenzphase werden die Umsatzerlöse deshalb anhand einer Konvergenzphase auf ein nachhaltiges Niveau für die Ableitung der zu diskontierenden Cashflows überführt. In der Konvergenzphase wird die im letzten Detailplanungsjahr 2025 erzielte Wachstumsrate der Umsatzerlöse über den Zeitraum von vier Jahren, anhand der Fortentwicklung der Umsatzerlöse der bereits vor 2022 bestehenden Geschäftsbereiche sowie der Umsatzerlöse aus AdipoVita und Immunzellen auf das für die Fortführungsphase abgeleitete nachhaltige Niveau hingeführt.

- 290. Für die Umsatzerlöse wird ein Rückgang der Wachstumsrate auf das nachhaltige Niveau i.H.v. 1,0% unterstellt.
- 291. Die Aufwandspositionen der Gewinn- und Verlustrechnung wachsen in der Konvergenzphase entsprechend der Wachstumsrate der Umsatzerlöse ohne Berücksichtigung von Umsatzerlösen aus Immunzellen. Aus dem Zuwachs der Umsatzerlöse aus Immunzellen anfallende Aufwendungen werden diese separat detailliert geplant und entwickeln sich zum Ende der Konvergenzphase mit der nachhaltigen Wachstumsrate. Ab dem Jahr 2026 wurde ein mit dem Vorstand der Vita 34 abgestimmter und für Deutschland beobachteter Unternehmenseuersatz i.H.v. 30,0% angesetzt.
- 292. Innerhalb des Anlagevermögens werden die Positionen der immateriellen Vermögenswerte und der Sachanlagen anhand von Investitionsquoten und dementsprechender Abschreibungen über die Konvergenzphase fortentwickelt. Geschäfts- oder Firmenwerte werden in der Konvergenzphase einheitlich zur Detailplanungsphase konstant fortgeschrieben.
- 293. Die Vertragsverbindlichkeiten sind an die Entwicklung der Umsatzerlöse der Konvergenzphase geknüpft.
- 294. Alle weiteren Positionen der Bilanz werden entweder einheitlich zum Vorgehen der Vita 34 in der Detailplanungsphase konstant angesetzt oder als Prozentsatz der Umsatzerlöse fortentwickelt. Die Entwicklung des Eigenkapitals sowie des Kassenbestandes resultiert dabei als Residualgrößen unter Berücksichtigung der Anforderungen an die Mindestliquidität.
- 295. Insgesamt resultieren die bewertungsrelevanten Cashflows der Vita 34 in der Konvergenzphase analog zur Detailplanungsphase anhand eines integrierten Planungsmodells inklusive Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Cashflow-Rechnung.

## **Nachhaltige Wachstumsrate**

- 296. Im Anschluss an die Konvergenzphase wird das Unternehmen in den nachhaltigen Zustand überführt. Die nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.

297. Bei der Unternehmensplanung der Vita 34 handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss demnach auf nominelles Wachstum, welches aus dem realen Wachstum und dem inflationsbedingten Wachstum abgeleitet wird, abgestellt werden.
298. Zur Bestimmung der inflationsgetriebenen Komponente der Wachstumsrate werden daher die prognostizierte Entwicklung der Inflationsrate und die Möglichkeit, der Vita 34 auf Basis der bestehenden Preisgestaltung inflationsbedingte Preissteigerungen sowie sonstige Kostensteigerungen umsatzseitig durchzusetzen, betrachtet.
299. Bei der Diskussion von erwartetem Preiswachstum ist zu berücksichtigen, dass einzelne Branchen oder einzelne Unternehmen individuellen Inflationsraten unterliegen können, welche von Verbraucherpreisindizes abweichen. Zur Beurteilung der langfristigen Wachstumsrate werden dabei zunächst grundsätzlich verschiedene Studien des Internationalen Währungsfonds und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung („OECD“) sowie weiteren Institutionen wie bspw. den jeweiligen Zentralbanken herangezogen. Schätzgrundlage für langfristige Inflationsraten bieten die entsprechenden Inflationsziele der Zentralbanken, welche unter Zuhilfenahme von geldpolitischen Maßnahmen verfolgt werden. Zum Bewertungsstichtag befindet sich die Kundenbasis in Deutschland sowie im europäischen Ausland. Da auch die Planung des Bewertungsobjekts vollständig in Euro erfolgt, muss bei der Inflation ebenfalls ausschließlich auf diese Währung abgestellt werden. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von „unter, aber nahe bei 2,0%“ für Europa.<sup>43</sup> Der Ausblick für Deutschland sieht Preiswachstumsraten von 2,2% auf 1,9% für die Jahre 2021 bis 2025 vor.
300. Ein Großteil der Umsatzerlöse der Vita 34 werden durch langfristig vertraglich festgelegte Preise erzielt. Vita 34 rechnet in der Unternehmensplanung mit einer Treuequote von 80%. Dies berücksichtigt auch, dass Kunden auf potenzielle Preiserhöhungen sensitiv reagieren könnten, was wiederum die Verlängerung von bestehenden Verträgen beeinflusst.
301. Grundsätzlich besteht die Möglichkeit inflationsbedingte Preissteigerungen umsatzseitig weiterzugeben. Aufgrund langfristiger Kundenverträge sowie der Sensitivität der Vertragsverlängerungen ist eine Preisanpassung nachhaltig nur begrenzt oder mit Zeitverzug möglich.
302. Kostenseitig besteht zudem die Gefahr, dass die Aufwendungen der Vita 34 schneller wachsen als die Erreichung von umsatzseitigen Preissteigerungen, in dem Fall, wenn kostenseitige Preissteigerungen nicht immer voll an den Kunden weitergegeben werden können. Ursachen liegen u.a. in der inflationsbedingten Zunahme der Personalaufwendungen sowie den Kosten für Einlagerungen.
303. Um die reale Komponente der Wachstumsrate zu bestimmen, wurden zuerst die Gesamtwachstumserwartungen der deutschen Volkswirtschaft betrachtet. Die Konjunkturaussichten

---

<sup>43</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, 2011, S. 7 und S. 64.

des IWF für Deutschland gehen von einem rückläufigen Wachstum des BIP für die Jahre 2021 bis 2025 mit Wachstumsraten von jährlich 3,6% auf 1,2% aus.<sup>44</sup>

304. Außerdem bietet es sich an die demographische Entwicklung zu betrachten. So dürften die aktuell stagnierende Bevölkerungszahl und die Überalterung in Deutschland und weiteren europäischen Ländern mit stagnierenden Geburtenraten das vorhandene Potenzial der Erhöhung von Einlagerungsquoten entgegen wirken. Diese Faktoren könnten langfristig weiteres reales Wachstum der Vita 34 hemmen.
305. Branchenseitig besteht langfristig das Risiko des Eintritts weiterer Unternehmen oder staatlicher Wettbewerber im europäischen Markt für Stammzelleneinlagerungen wenn die Stammzellforschung weiter voranschreitet. Des Weiteren ist im Vergleich zu anderen Regionen wie China, nicht davon auszugehen, dass die Einlagerungsquoten in Deutschland und anderen europäischen Ländern stark zunehmen. Diese Faktoren schwächen das nachhaltige Wachstumspotenzial der Vita 34.
306. In einer Gesamtbeurteilung der Inflationsprognosen, der unternehmensspezifischen und vertraglichen Besonderheiten, der gesamtwirtschaftlichen und demographischen Entwicklung sowie der Branche wird eine nachhaltige, unternehmens- und branchenspezifische, nominale Wachstumsrate von 1,0% als sachgerecht erachtet.

---

<sup>44</sup> Vgl. Kapitel 2.1.

## 5.3. Übersicht der angepassten bewertungsrelevanten Unternehmensplanung

### 5.3.1. Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Tsd.	Historie		Planung					Konvergenz				TV
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>19.934</b>	<b>20.069</b>	<b>21.878</b>	<b>23.692</b>	<b>26.372</b>	<b>28.999</b>	<b>31.092</b>	<b>33.014</b>	<b>34.712</b>	<b>36.153</b>	<b>36.496</b>	<b>36.843</b>
<i>Wachstum in %</i>	-2,2%	0,7%	9,0%	8,3%	11,3%	10,0%	7,2%	6,2%	5,1%	4,1%	1,0%	1,0%
<b>EBITDA</b>	<b>5.434</b>	<b>5.344</b>	<b>5.904</b>	<b>6.839</b>	<b>7.967</b>	<b>9.110</b>	<b>9.086</b>	<b>10.143</b>	<b>10.749</b>	<b>11.319</b>	<b>11.426</b>	<b>11.535</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	27,3%	26,6%	27,0%	28,9%	30,2%	31,4%	29,2%	30,7%	31,0%	31,3%	31,3%	31,3%
<b>EBIT</b>	<b>2.454</b>	<b>2.380</b>	<b>3.568</b>	<b>4.538</b>	<b>5.700</b>	<b>6.840</b>	<b>6.915</b>	<b>8.227</b>	<b>8.803</b>	<b>9.546</b>	<b>9.637</b>	<b>9.729</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	12,3%	11,9%	16,3%	19,2%	21,6%	23,6%	22,2%	24,9%	25,4%	26,4%	26,4%	26,4%



5.3.2. Bilanz

**Bilanz**

**Aktiva**

in EUR Tsd.; jeweils zum 31. Dezember

	Bereinigte Historie			Planung					Konvergenz			TV	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Geschäfts- oder Firmenwert	18.323,1	18.323	18.323	18.323	18.323	18.323	18.323	18.323	18.323	18.323	18.323	18.497	18.673
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	19.989,9	16.160	14.230	13.745	13.837	12.692	11.589	10.512	9.819	9.263	9.047	9.132	9.219
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>38.312,9</b>	<b>34.483</b>	<b>32.553</b>	<b>32.068</b>	<b>32.160</b>	<b>31.015</b>	<b>29.912</b>	<b>28.835</b>	<b>28.142</b>	<b>27.586</b>	<b>27.370</b>	<b>27.630</b>	<b>27.892</b>
Sachanlagen	6.908,0	7.285	7.444	8.306	8.713	9.207	9.667	10.125	10.751	11.304	11.773	11.884	11.997
Nutzungsrechte Leasing	-	1.905	1.467	1.103	554	161	1.081	543	-	-	-	-	-
<b>Sachanlagen</b>	<b>6.908,0</b>	<b>9.190</b>	<b>8.911</b>	<b>9.409</b>	<b>9.267</b>	<b>9.368</b>	<b>10.748</b>	<b>10.668</b>	<b>10.751</b>	<b>11.304</b>	<b>11.773</b>	<b>11.884</b>	<b>11.997</b>
<b>Anlagevermögen</b>	<b>45.220,9</b>	<b>43.673</b>	<b>41.464</b>	<b>41.477</b>	<b>41.427</b>	<b>40.383</b>	<b>40.660</b>	<b>39.503</b>	<b>38.892</b>	<b>38.890</b>	<b>39.142</b>	<b>39.514</b>	<b>39.889</b>
<b>Vorräte</b>	<b>456,3</b>	<b>294</b>	<b>372</b>	<b>473</b>	<b>517</b>	<b>586</b>	<b>651</b>	<b>707</b>	<b>751</b>	<b>790</b>	<b>822</b>	<b>830</b>	<b>838</b>
<b>Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände</b>	<b>6.679,7</b>	<b>5.706</b>	<b>6.232</b>	<b>6.483</b>	<b>7.143</b>	<b>7.804</b>	<b>8.328</b>	<b>9.199</b>	<b>9.878</b>	<b>10.505</b>	<b>11.067</b>	<b>11.172</b>	<b>11.278</b>
<b>Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten</b>	<b>6.960,2</b>	<b>9.102</b>	<b>2.268</b>	<b>2.188</b>	<b>2.369</b>	<b>2.637</b>	<b>2.900</b>	<b>3.109</b>	<b>3.301</b>	<b>3.471</b>	<b>3.615</b>	<b>3.650</b>	<b>3.684</b>
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>14.096,2</b>	<b>15.102</b>	<b>8.872</b>	<b>9.144</b>	<b>10.029</b>	<b>11.027</b>	<b>11.879</b>	<b>13.016</b>	<b>13.931</b>	<b>14.766</b>	<b>15.504</b>	<b>15.652</b>	<b>15.800</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>59.317,2</b>	<b>58.775</b>	<b>50.336</b>	<b>50.621</b>	<b>51.456</b>	<b>51.411</b>	<b>52.539</b>	<b>52.519</b>	<b>52.823</b>	<b>53.656</b>	<b>54.646</b>	<b>55.166</b>	<b>55.690</b>

# VALUETRUST

## Bilanz

### Passiva

in EUR Tsd.; jeweils zum 31. Dezember

	Bereinigte Historie			Planung					Konvergenz			TV	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028		2029
<b>Eigenkapital</b>	<b>29.546,0</b>	<b>28.048</b>	<b>21.407</b>	<b>23.656</b>	<b>25.721</b>	<b>26.216</b>	<b>27.035</b>	<b>25.368</b>	<b>24.958</b>	<b>25.098</b>	<b>25.423</b>	<b>25.664</b>	<b>25.908</b>
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpf.	-	56	86	56	56	56	56	56	60	63	65	66	67
Rückstellungen	164,0	118	73	92	92	92	92	92	98	103	107	108	109
<b>Rückstellungen</b>	<b>164,0</b>	<b>174</b>	<b>159</b>	<b>148</b>	<b>148</b>	<b>148</b>	<b>148</b>	<b>148</b>	<b>158</b>	<b>166</b>	<b>173</b>	<b>174</b>	<b>176</b>
Verbindlichkeiten Kreditinstitute	6.974,0	5.281	3.766	2.260	754	4	-	-	-	-	-	-	-
Verbindlichkeiten Mietkauf	163,3	102	60	18	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Leasingverbindlichkeiten	-	1.902	1.477	1.485	1.119	566	162	1.086	1.086	1.086	1.086	1.096	1.107
Kontokorrentkredit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sonstige Finanzschulden und sonstige finanz. Schulden	598,4	76	142	66	66	66	66	66	66	66	66	67	68
<b>Verzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>7.735,7</b>	<b>7.361</b>	<b>5.445</b>	<b>3.829</b>	<b>1.940</b>	<b>636</b>	<b>229</b>	<b>1.152</b>	<b>1.152</b>	<b>1.152</b>	<b>1.152</b>	<b>1.163</b>	<b>1.174</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.106,0	1.266	1.318	847	980	986	1.052	1.143	1.232	1.312	1.383	1.396	1.409
Abgegrenzte Zuwendungen	890,4	842	797	755	720	688	661	637	608	578	549	554	559
Vertragsverbindlichkeiten	14.157,6	14.747	15.122	14.885	15.350	15.935	16.566	17.017	17.550	18.083	18.616	18.792	18.971
Latente Ertragsteuern	4.305,6	4.410	4.684	5.092	5.159	5.234	5.289	5.216	5.216	5.216	5.216	5.266	5.316
Sonstige Verbindlichkeiten	1.117,9	1.224	972	881	1.031	1.052	1.066	1.109	1.177	1.238	1.289	1.301	1.314
Ertragsteuerverbindlichkeiten	294,0	703	432	529	408	517	494	729	774	813	847	855	863
<b>Unverzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>21.871,5</b>	<b>23.192</b>	<b>23.325</b>	<b>22.989</b>	<b>23.648</b>	<b>24.412</b>	<b>25.128</b>	<b>25.851</b>	<b>26.556</b>	<b>27.240</b>	<b>27.900</b>	<b>28.165</b>	<b>28.432</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>59.317,2</b>	<b>58.775</b>	<b>50.336</b>	<b>50.622</b>	<b>51.457</b>	<b>51.412</b>	<b>52.540</b>	<b>52.520</b>	<b>52.824</b>	<b>53.657</b>	<b>54.647</b>	<b>55.167</b>	<b>55.691</b>

#### 5.4. Kapitalisierungszinssatz (WACC)

307. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden Free Cashflows mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Zinssatz wird aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bildet der Kapitalisierungszinssatz die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert dann die Rendite einer, zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten, Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.<sup>45</sup>
308. Im vorliegenden Fall wird der WACC-Ansatz der DCF-Methoden verwendet. Der Free Cashflow, der hier als Grundlage für die Wertermittlung nach der DCF-Methode dient, ist die Größe, die den Eigen- und Fremdkapitalgebern zufließt. Demnach wird der Free Cashflow mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten diskontiert, die den gewichteten durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigen- und Fremdkapitalgeber entsprechen. Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten werden auch als WACC bezeichnet. Sie werden als periodenspezifische Eigen- und Fremdkapitalkosten berechnet, wobei die jeweilige Gewichtung der beiden Komponenten den prozentualen Anteilen des entsprechenden Eigen- und Fremdkapitals (zu Marktwerten) zum Wert des Gesamtkapitals entspricht.
309. Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten errechnen sich dann folgendermaßen:

$$\text{WACC} = k_{\text{EK}}^{\text{V}} \times \frac{\text{EK}}{\text{GK}} + k_{\text{FK}} \times (1-s) \times \frac{\text{FK}}{\text{GK}}$$

mit

- EK: Wert des Eigenkapitals
- FK: Wert des Fremdkapitals
- GK: Wert des Gesamtkapitals (Unternehmensgesamtwert)
- s: Effektive Steuerrate
- $k_{\text{EK}}^{\text{V}}$ : Verschuldete Eigenkapitalkosten
- $k_{\text{FK}}$ : Fremdkapitalkosten

310. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolien) in Betracht.

---

<sup>45</sup> Vgl. IDW S 1, Tz. 30.

Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.

## 5.4.1. Eigenkapitalkosten

311. Für die Vita 34 ergeben sich die Eigenkapitalkosten gemäß Capital Asset Pricing Model (im Folgenden „CAPM“) aus dem risikolosen deutschen Basiszinssatz zuzüglich eines Risikozuschlags, der sich aus dem verschuldeten Betafaktor und der deutschen Marktrisikoprämie sowie einer für die Vita 34 individuell abgeleiteten Länderrisikoprämie zusammensetzt.

### 5.4.1.1. Basiszinssatz

312. Der Basiszinssatz repräsentiert eine (quasi) risikofreie und fristadäquate Anlage. Für die Schätzung des Basiszinssatzes kann die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zugrunde gelegt werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten, fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.

313. Zur Schätzung der Zinsstrukturkurven<sup>46</sup> kann auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank oder der EZB zurückgegriffen werden. Im vorliegenden Fall wurde auf die Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem entsprechenden laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Alternativ kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, d.h. beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden (sog. barwertäquivalenter Zins).

314. Auf dieser Grundlage wurde unter Verwendung der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zum 7. Mai 2021 einen Basiszinssatz i.H.v. 0,233% ermittelt. Gegeben einem monatlichen Anstieg des Basiszinssatzes seit Anfang Februar 2021 wurde zum Bewertungsstichtag ein einheitlicher Basiszinssatz von gerundet 0,30% geschätzt.

### 5.4.1.2. Risikozuschlag

315. Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das Verhalten des Gesamtmarkts abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die dadurch geforderte Risikoprämie kann mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Das CAPM stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erklärt werden.

---

<sup>46</sup> Schätzung anhand der Svensson-Methode.

### Marktrisikoprämie

316. Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.
317. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum – langfristig in einer Bandbreite von 8,6% bis 11,1% vor persönlichen Steuern.<sup>47</sup> Da historische berechnete Gesamtrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum und historische Zeitreihen durch die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie durch die aktuelle Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Zudem können anhand der Schätzungen der Analysten historische und aktuelle implizite Marktrisikoprämien abgeleitet werden. Diese liegen im Zeitraum 2012 bis zum Bewertungsstichtag für den DAX im Durchschnitt in einer Bandbreite von 6,0% bis 11,1% vor persönlichen Steuern.
318. Aus diesem Grund gibt es keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Gesamtrendite fordern. Unter Einbezug des unteren Endes der Bandbreite und Abzug des Basiszinssatzes wurde eine Bandbreite der Marktrisikoprämie von 6,0% bis 11,1% vor persönlichen Steuern geschätzt. Auf Basis aktueller Kapitalmarktdaten (April 2020) bewegt sich die implizite Marktrisikoprämie von 7,6% mit einer impliziten Marktrendite von 7,8% und einem gerundeten Basiszinssatz von 0,2% am unteren Ende der Bandbreite.
319. Gemäß der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) vom 22. Oktober 2019, ist aktuell eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 6,0% bis 8,0% zu unterstellen.<sup>48</sup> In einer Gesamtbetrachtung von historisch beobachtbaren erzielten Renditen, historisch impliziten Renditen sowie der impliziten Rendite am Bewertungsstichtag lässt sich eine Bandbreite der Marktrisikoprämie von 8,0% bis 8,5% vor persönlichen Steuern abschätzen.
320. Da die aktuellen Kapitalmarktdaten auf eine Marktrisikoprämie größer als 8,0% vor persönlichen Steuern hindeuten, wird für die Bewertung der Vita 34 das obere Ende der vom FAUB des IDW empfohlenen Bandbreite i.H.v. 8,0% für angemessen erachtet und angesetzt.

### Betafaktor

321. Die im vorherigen Kapitel diskutierte Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmens- und branchenspezifische Risiko wird nach dem CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.

<sup>47</sup> Eigene Analyse unter Berücksichtigung des CDAX als Marktportfolio und verschiedener Laufzeiten zum 31. April 2021.

<sup>48</sup> Vgl. Protokoll zur Sitzung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 22. Oktober 2019.

322. Es wurde der eigene Betafaktor der Vita 34 sowie der Betafaktor aus der Peer Group jeweils für einen Beobachtungszeitraum von 5 Jahren mit monatlichen Renditen und von 2 Jahren mit wöchentlichen Renditen berechnet. Diese wurde auf Basis von Daten der Datenbank Capital IQ abgeleitet. Die Betafaktoren wurden anhand des Bestimmtheitsmaßes und des T-Tests auf ihre statistische Güte geprüft. Darüber hinaus wurden bezüglich des eigenen Betafaktors der Vita 34 die Aktienkursentwicklung, die täglichen Handelsvolumina und die durchschnittlichen, täglichen Bid-Ask-Spreads analysiert und können keine Indizien für einen Ausschluss des eigenen Betafaktors der Vita 34 feststellen.

323. Das Ergebnis der Analyse des eigenen Betafaktors sowie des Peer Group-Betafaktors zeigt folgendes Bild:

Ableitung des Betafaktors		Beta verschuldet		Fremdkapitalquote		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre 2017 - 2 Jahre 2021		5 Jahre 2017 - 2 Jahre 2021		5 Jahre 2017 - 2 Jahre 2021		5 Jahre 2017 - 2 Jahre 2021	
		2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020
Unternehmen	Index	monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich
Cordlife Group Limited	OMSCI Singapore	0,57	0,70	10%	7%	0,1x	0,1x	0,62	0,69
BIONET Corp.	Taiwan TAIEX Index	1,25	0,98	1%	1%	0,0x	0,0x	1,25	0,98
Cryo-Cell International, Inc.	S&P 500	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
MEDIPOST Co., Ltd.	South Korea Kospi Composite Index	1,00	0,76	5%	8%	0,1x	0,1x	0,97	0,73
Cryolife, Inc.	S&P 500	1,56	1,25	20%	22%	0,3x	0,3x	1,36	1,11
Global Cord Blood Corporation	Hang Seng Index	0,76	n.a.	7%	n.a.	0,1x	n.a.	0,73	n.a.
Cryosite Limited	S&P/ASX All Ordinaries Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Min		0,57	0,70	1%	1%	0,0x	0,0x	0,62	0,69
Median		1,00	0,87	7%	7%	0,1x	0,1x	0,97	0,86
Mean		1,03	0,92	9%	9%	0,1x	0,1x	0,99	0,88
Max		1,56	1,25	20%	22%	0,3x	0,3x	1,36	1,11
<b>VITA 34 AG</b>	<b>CDAX Index (Total Return)</b>	<b>0,98</b>	<b>0,83</b>	<b>86%</b>	<b>11%</b>	<b>0,2x</b>	<b>0,1x</b>	<b>0,89</b>	<b>0,77</b>

324. Im Ergebnis wird ein eigener unverschuldeter Betafaktor von rd. 0,89 bei 5 Jahres monatlicher Betrachtung und von rd. 0,77 bei 2 Jahres wöchentlicher Betrachtung abgeleitet. Der unverschuldete Betafaktor der Peer Group-Unternehmen liegt in einer Bandbreite von 0,62 bis 1,36. Der Durchschnitt (arithmetisches Mittel) ergibt einen Betafaktor von 0,99 bzw. 0,88 je nach Beobachtungszeitraum. Im Median liegt der Betafaktor bei 0,97 bzw. 0,86.

325. Unter Berücksichtigung des eigenen Betafaktors der Vita 34 und der Betafaktoren der Peer Group sowie der Entwicklungen am Kapitalmarkt vor und während der Covid-19-Pandemie wird für die Bewertung der Vita 34 ein Betafaktor i.H.v. 1,0 für angemessen gehalten. Dieser spiegelt das zukünftige operative Risiko der Vita 34 angemessen wider.

## Länderrisikoprämie

326. Das zuvor eingeführte CAPM Modell zur Ableitung der Eigenkapitalkosten berücksichtigt nicht explizit das Risiko ausländischer Geschäftstätigkeiten im Vergleich zur Geschäftstätigkeit in Deutschland. Aufgrund signifikanter Geschäftstätigkeiten der Vita 34 außerhalb von Deutschland wird das zusätzliche politische, regulatorische und länderspezifische gesamtwirtschaftliche Risiko der ausländischen Geschäftstätigkeit bestimmt und dies additiv im CAPM als zusätzliches Risiko berücksichtigt.

327. Die Länderrisikoprämie wird für jedes einzelne Land mit Geschäftsaktivität der Vita 34 separat ermittelt und anhand des entsprechenden Umsatzanteils gewichtet.

328. Die Ableitung der Länderrisikoprämie für jedes Land erfolgt anhand von ratingbasierten Ausfall-Spreads (sog. Default-Spreads) der einzelnen Länder.<sup>49</sup> Zusätzlich wird das höhere Risiko von Aktienmärkten risikoreicherer Länder anhand der Differenz der Volatilität von risikoreicheren Ländern im Vergleich zu risikoärmeren Ländern mit Hilfe eines Volatilitätsfaktors berücksichtigt. Aus dem Vorgehen lassen sich nachfolgende Länderrisikoprämien ableiten:

Land	Anteil	Länderrisikoprämie
Deutschland	70,3%	0,00%
Spanien	12,8%	1,76%
Sonstiges Ausland	16,9%	1,11%
<b>Gewichtete Länderrisikoprämie</b>		<b>0,41%</b>

329. Im gewichteten Durchschnitt resultiert für die Vita 34 eine Länderrisikoprämie i.H.v. 0,41% welche zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten herangezogen wird.

#### Unverschuldete Eigenkapitalkosten

330. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 8,0% vor persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 1,0 sowie einer Länderrisikoprämie i.H.v. 0,41% ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 8,71%.

331. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten betragen bei einem Betafaktor von 1,0 somit:

$$0,30\% + 1,00 \times 8,00\% + 0,41\% = 8,71\%$$

#### 5.4.2. Fremdkapitalkosten

332. Die effektiven Fremdkapitalkosten werden für den Planungszeitraum von 2020 bis 2025 sowie für die Konvergenz- und Fortführungsphase periodenspezifisch ermittelt. Die jährlichen effektiven Fremdkapitalkosten werden als Zinsaufwand eines Jahres im Verhältnis zu den verzinslichen Verbindlichkeiten zu Jahresbeginn ermittelt. Diese bewegen sich für die Vita 34 in diesem Zeitraum in einer Bandbreite von 1,43% bis 2,15%.

#### 5.4.3. Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)

333. Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) werden aus den ermittelten Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten, gewichtet mit den periodenspezifischen Marktwerten des Ei-

<sup>49</sup> Vgl. Damodaran, Country and Equity Risk Premiums, Januar 2021.

gen- und Fremdkapitals ermittelt und bewegen sich für die Vita 34 innerhalb der Detailplanungs- und Konvergenzphase in einer Bandbreite von 8,69% bis 9,47% bei einem Betafaktor von 1,0.

## 5.4.4. Wachstumsabschlag

334. Die Kapitalkosten müssen in der Fortführungsphase technisch um einen Wachstumsabschlag korrigiert werden, um die geplanten langfristigen Wachstumserwartungen zu berücksichtigen. Dieses nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag in den Kapitalkosten abbilden. Analog zur Herleitung und zum Ansatz der unter Kapitel 5.2 beschriebenen Wachstumsrate der nachhaltigen finanziellen Überschüsse wird in den Kapitalkosten ein Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente i.H.v. 1,0% festgesetzt.

## 5.5. Stand Alone-Bewertung

335. Auf Basis der angepassten Gewinn- und Verlustrechnung sowie der angepassten Plan-Bilanz werden im Folgenden die Free Cashflows abgeleitet und der Wert des Eigenkapitals der Vita 34 unter Berücksichtigung von Sonderwerten anhand der DCF-Methode bestimmt. Dieser Wert wird anschließend anhand der Multiplikator-Methode plausibilisiert.

### 5.5.1. DCF-Wert (WACC-Verfahren)

336. Im Folgenden werden die Free Cashflows der Vita 34 auf Basis der angepassten Unternehmensplanung abgeleitet und stellt sich wie folgt dar:

Ableitung der Free Cashflows in EUR Tsd.	Planung					Konvergenz				TV
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
<b>EBIT</b>	3.568	4.538	5.700	6.840	6.915	8.227	8.803	9.546	9.637	9.729
+ Zinserträge	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2
<b>Angepasstes EBIT</b>	3.569	4.539	5.702	6.841	6.916	8.228	8.804	9.548	9.639	9.730
- Adjustierte Steuern (EBIT*effektive Steuerquote)	-1.162	-1.462	-1.834	-2.175	-2.191	-2.606	-2.789	-3.024	-3.053	-3.082
<b>NOPLAT</b>	2.407	3.078	3.867	4.666	4.726	5.622	6.016	6.524	6.586	6.648
+ Abschreibungen	2.337	2.301	2.266	2.270	2.171	1.916	1.946	1.772	1.789	1.806
- Bruttoinvestitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen	-2.349	-2.251	-1.223	-2.547	-1.014	-1.306	-1.944	-2.025	-2.161	-2.182
-/(+) Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-619	-226	-234	-135	-414	-200	-143	-73	119	121
-/(+) Veränderung des investierten Kapitals	-631	-176	809	-413	744	-410	-140	-325	-252	-255
<b>Free Cashflow (FCF)</b>	1.775	2.902	4.676	4.253	5.469	6.032	5.875	6.199	6.333	6.394

337. Für die Bewertung mit einer Marktrisikoprämie von 8,0% und einem Betafaktor von 1,0 ergibt sich ein Barwert der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse bzw. ein Unternehmenswert i.H.v. EUR 65,5 Mio. zum 31. Dezember 2020.

Wertableitung des DCF-Werts (WACC-Ansatz) in EUR Tsd.	Planung					Konvergenz				TV
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
<b>Free Cashflow</b>	1.775	2.902	4.676	4.253	5.469	6.032	5.875	6.199	6.333	6.394
Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)	9,45%	9,47%	8,69%	8,71%	8,71%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,95%
WACC nach Wachstumsabschlag	9,45%	9,47%	8,69%	8,71%	8,71%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	7,75%
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	6,0
<b>Barwert der Free Cashflow</b>	1.622	2.422	3.591	3.004	3.554	3.606	3.231	3.136	2.947	38.373
<b>Unternehmensgesamtwert zum 31. Dezember 2020</b>	65.484									



5.5.1.1. Marktwert des Fremdkapitals

338. Der Marktwert des Fremdkapitals zum Bewertungsstichtag wird vereinfachend anhand des Buchwerts des Fremdkapitals in der für die Bewertung relevanten Aufsatzbilanz der Vita 34 zum 31. Dezember 2020 bestimmt. Es liegen keine Anhaltspunkte vor, die für eine Abweichung des Marktwerts des Fremdkapitals zu dessen Buchwert sprechen. Demnach beträgt der Marktwert des Fremdkapitals EUR 5,5 Mio. zum 31. Dezember 2020.

5.5.1.2. Minderheiten

339. Die Vita 34 ermittelt in der Unternehmensplanung das auf Minderheiten entfallende Jahresergebnis bis zum Jahr 2025. Das auf Minderheiten entfallende Ergebnis wurde bei der Ableitung des DCF-Werts nicht berücksichtigt und wird als Sonderwert vom DCF-Wert in Abzug gebracht.

340. Der Minderheitenanteil wird bis 2025 der Unternehmensplanung der Vita 34 verwendet und über die Konvergenzphase mit der Wachstumsrate des Jahresüberschusses der Gewinn- und Verlustrechnung fortentwickelt. Der Wert der jährlich anfallenden Minderheiten wird im Anschluss durch Diskontierung mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern ermittelt.

341. Der Wert der Minderheiten beträgt zum 31. Dezember 2020 EUR 10 Tsd.

5.5.1.3. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

342. Im Rahmen der Analysen wurde die über die operative Mindestkasse hinausgehende überschüssige Liquidität als Sonderwert identifiziert. Als Mindestkassenanforderung wurde eine in Abstimmung mit dem Vorstand operativ notwendige Mindestkasse i.H.v. 10,0% der Umsatzerlöse ermittelt. Im letzten historischen Jahr 2020 wurde die überschüssige Liquidität in der Bilanz bereinigt und gegen das Eigenkapital gebucht. Der Wert der überschüssigen Liquidität von EUR 8,1 Mio. zum 31. Dezember 2020 wird als Sonderwert auf den Unternehmensgesamtwert hinzugerechnet.

343. Weiteres betriebsnotwendiges Vermögen wurde bei der Analyse und den Gesprächen mit dem Vorstand nicht identifiziert.

## 5.5.1.4. Wert des Eigenkapitals

344. Bei Anwendung eines Betafaktors von 1,0 beträgt der Wert des Eigenkapitals zum 13. Juli 2021 unter Berücksichtigung des Marktwerts des Fremdkapitals, der Minderheiten sowie der überschüssigen Liquidität insgesamt EUR 71,7 Mio. Unter Berücksichtigung der Aktienanzahl von 4,1 Mio. Aktien resultiert ein Wert von EUR 17,29 je Vita 34-Aktie.

### Barwert der Free Cashflow

in EUR Tsd.

<b>Unternehmensgesamtwert zum 31. Dezember 2020</b>	<b>65.484</b>
- Verzinsliche Verbindlichkeiten	-5.531
- Anteil Minderheiten	-10
+ Überschüssige Liquidität	8.128
<b>Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2020</b>	<b>68.071</b>
Aufzinsungsfaktor	1,1
<b>Wert des Eigenkapitals zum 13. Juli 2021</b>	<b>71.669</b>
Anzahl Aktien	4.146
<b>Wert je Aktie</b>	<b>17,29</b>

## 5.5.2. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

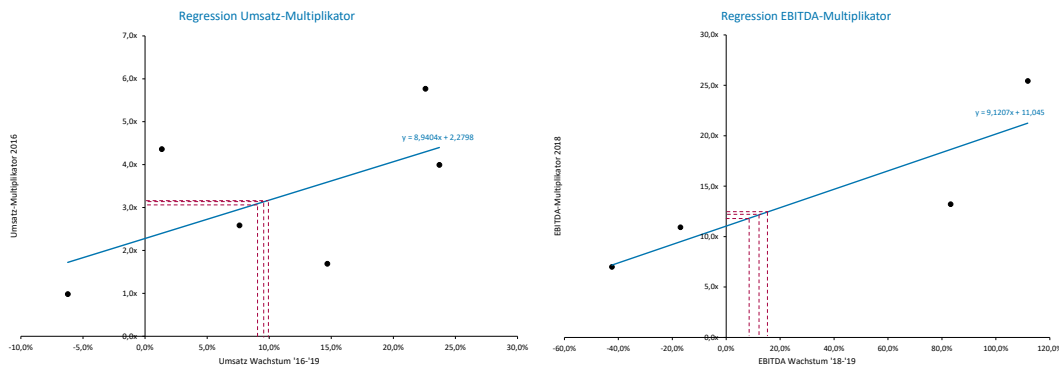
345. Neben der Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis der DCF-Methode (WACC-Ansatz) werden für Vergleichszwecke Wertbandbreiten auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelt, die eine vergleichende Marktbewertung darstellt. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatzerlöse- oder Ergebnisgröße) des zu bewertenden Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von börsennotierten Peer Group-Unternehmen (Börsenmultiplikatoren) abgeleitet wird.

### 5.5.2.1. Börsen-Multiplikatoren

346. Bei der Bewertung der Vita 34 kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Markt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Aus der gesamten Peer Group, bestehend aus insgesamt 7 Unternehmen, sind lediglich für ein Unternehmen Analystenschätzungen und somit zukunftsgerichtete Multiplikatoren verfügbar. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Peer Group Unternehmen in einem speziellen Nischenmarkt tätig und relativ kleine Unternehmen sind. Da diese Datenbasis nicht ausreichend groß ist, muss im vorliegenden Fall die Multiplikator-Analyse anhand von vergangenheitsorientierten Multiplikatoren erfolgen. Daher können zunächst alle identifizierten Peer Group Unternehmen in die Multiplikator-Analyse einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf den historischen Multiplikatoren der Jahre 2015, 2016, 2017, 2018 und 2019.

347. Die für die vergleichende Bewertung der Vita 34 verwendeten Multiplikatoren wurden anhand von Regressionen abgeleitet. Multiplikatoren, die auf Regressionen basieren, berücksichtigen explizit das Wachstums- und/oder Margenprofil sowohl der Peer Group Unternehmen als auch des zu bewertenden Unternehmens. Dies stellt einen Vorteil gegenüber bspw. der Verwendung von langfristigen Durchschnitts- oder sonstigen historischen Multiplikatoren dar.

348. Bei der Bestimmung der Wertbandbreiten für die Vita 34 auf Basis der Umsatz-Multiplikatoren wurden die historischen Umsatz-Multiplikatoren der Peer Group gegen das Wachstum der Umsatzerlöse der folgenden Jahre aller Peer Group Unternehmen regressiert und daraus ein Umsatz-Multiplikator für die Vita 34 bestimmt. Bei der Bestimmung der Wertbandbreiten auf Basis der EBITDA-Multiplikatoren wurden die historischen EBITDA-Multiplikatoren der Peer Group gegen das EBITDA-Wachstum der folgenden Jahre aller Peer Group Unternehmen regressiert und daraus ein Umsatz-Multiplikator für die Vita 34 abgeleitet.



349. Auf Basis der ausgewählten Multiplikatoren resultieren Wertunter- und Wertobergrenzen des Unternehmensgesamtwerts. Zur Überleitung vom Unternehmensgesamtwert auf den Wert des Eigenkapitals werden die verzinslichen Verbindlichkeiten und die Minderheiten abgezogen sowie Sonderwerte addiert.
350. Bei der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode werden nach gängiger Bewertungspraxis Prämien (zum Beispiel Übernahmepremien) und Abschläge (zum Beispiel Liquiditätsabschlag) auf die mit Börsen-Multiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals berücksichtigt.
351. Konzeptionell liegt der Übernahmepremie die Annahme zugrunde, dass Börsen-Multiplikatoren lediglich die Preise von Minderheitenanteilen widerspiegeln und Kontrolle an einem Unternehmen einen Wert hat. Konzeptionell muss die Übernahmepremie in den sog. finanziellen Kontrollwert und den sog. strategischen Kontrollwert untergliedert werden,<sup>50</sup> wobei letzterer Rationalisierungs- und Synergieeffekte abbildet. Dementsprechend müssen bei der Betrachtung von Börsen-Multiplikatoren die abgeleiteten Unternehmenswerte um einen finanziellen Kontrollaufschlag adjustiert werden.
352. Problematisch ist bei beobachtbaren Übernahmepremien aus vergleichbaren Transaktionen, dass diese zum einen finanzielle und strategische Kontrolle abbilden und zum anderen internationale Daten nicht ohne Korrekturen auf den deutschen Markt übertragen werden können, da finanzielle Kontrollprämien länder-, branchen- und größenabhängig sind.<sup>51</sup> Dies arbeitet die

<sup>50</sup> Vgl. Grbenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, S. 16 ff; Eichner, Übernahmepremien bei M&A, 2017, S. 191.

<sup>51</sup> Vgl. Grbenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, S. 16 ff; Grebenic, Transaction Control Premium/Minority Discount Study Deutschland, 2014, S. 26 ff.

Studie von Grbenic/Zunk (2015) heraus und begründet, dass finanzielle Kontrollprämien auch abhängig vom verwendeten Multiplikator sind. Bei Anwendung von Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren liegt die in der Studie ermittelte finanzielle Kontrollprämie in einer Bandbreite von rd. 5% bis 10%. Auf dieser Basis wurde von einer finanziellen Kontrollprämie von 10% ausgegangen.

353. Da Gegenstand der vorliegenden Bewertung ein Mehrheitsanteil (100%) an der Vita 34 ist, wird auf die anhand der Börsen-Multiplikatoren ermittelten Wertbandbreiten eine finanzielle Kontrollprämie von 10% angewendet. Hingegen wird kein Liquiditätsabschlag aufgrund einer erschweren Handelbarkeit der Aktie unterstellt, da die Vita 34 börsennotiert ist.
354. Auf Basis der Bezugsgröße Umsatzerlöse liegt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach Kürzung des Unternehmensgesamtwerts um verzinsliche Verbindlichkeiten und Minderheiten, sowie der Hinzurechnung von Sonderwerte und unter Berücksichtigung einer finanziellen Kontrollprämie i.H.v. 10% zwischen EUR 70,9 Mio. und EUR 72,3 Mio. zum Bewertungsstichtag. Unter Berücksichtigung der Aktienanzahl von rd. 4,1 Mio. Aktien resultiert eine Wertbandbreite von EUR 17,10 bis EUR 17,45 je Vita 34-Aktie.

in EUR Tsd.

Ausgewählte Multiplikatoren	Multiples aus Regressionen	Diskontierte Multiples	Bezugsgröße Vita 34 (EUR)	Wertableitung	
				Wert (EUR)	
Umsatz-Multiplikator 2020	3,1x	3,1x	20.069	62.856	
Umsatz-Multiplikator 2021	3,2x	2,9x	21.878	63.171	
Umsatz-Multiplikator 2022	3,1x	2,6x	23.692	61.856	
				Min	Max
<b>Unternehmensgesamtwert (Ø)</b>				<b>61.856</b>	<b>63.171</b>
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-5.531	-5.531
+ Überschüssige Liquidität				8.128	8.128
- Minderheiten				-10	-10
<b>Wert des Eigenkapitals (vor Prämien und Abschlägen)</b>				<b>64.442</b>	<b>65.757</b>
+ Kontrollprämie (10%)				6.444	6.576
<b>Wert des Eigenkapitals</b>				<b>70.887</b>	<b>72.333</b>
Anzahl Aktien (Mio.)				4,1	4,1
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>				<b>17,10</b>	<b>17,45</b>

355. Auf Basis der Bezugsgröße EBITDA liegt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach Kürzung des Unternehmensgesamt werts um verzinsliche Verbindlichkeiten und Minderheiten, sowie der Hinzurechnung von Sonderwerte und unter Berücksichtigung einer finanziellen Kontrollprämie i.H.v. 10% zwischen EUR 73,4 Mio. und EUR 81,6 Mio. zum Bewertungsstichtag. Unter Berücksichtigung der Aktienanzahl von rd. 4,1 Mio. Aktien resultiert eine Wertbandbreite von EUR 17,70 bis EUR 19,69 je Vita 34-Aktie.

in EUR Tsd.

Ausgewählte Multiplikatoren	Multiples aus Regressionen	Diskontierte Multiples	Bezugsgröße Vita 34 (EUR)	Wertableitung	
				Wert (EUR)	
EBITDA-Multiplikator 2020	12,0x	12,0x	5.344	64.134	
EBITDA-Multiplikator 2021	12,5x	11,4x	5.904	67.372	
EBITDA-Multiplikator 2022	12,5x	10,5x	6.839	71.638	
				Min	Max
<b>Unternehmensgesamt wert (Ø)</b>				<b>64.134</b>	<b>71.638</b>
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-5.531	-5.531
+ Überschüssige Liquidität				8.128	8.128
- Minderheiten				-10	-10
<b>Wert des Eigenkapitals (vor Prämien und Abschlägen)</b>				<b>66.720</b>	<b>74.225</b>
+ Kontrollprämie (10%)				6.672	7.422
<b>Wert des Eigenkapitals</b>				<b>73.392</b>	<b>81.647</b>
Anzahl Aktien (Mio.)				4,1	4,1
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>				<b>17,70</b>	<b>19,69</b>

#### 5.5.2.2. Transaktions-Multiplikatoren

356. Neben der Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren können zusätzlich Transaktions-Multiplikatoren verwendet werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der bezahlte Kaufpreis der Vergleichsunternehmen ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt. Transaktions-Multiplikatoren weisen gegenüber Börsen-Multiplikatoren den Unterschied auf, dass sie regelmäßig für Anteilspakete und Mehrheitserwerbe beobachtbar sind.
357. Bei den auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich bezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen, die erst aufgrund der Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zu- oder Abschläge enthalten. Insgesamt wird in diesem Zusammenhang regelmäßig von sog. Übernahmepremien gesprochen, die diese Effekte berücksichtigen, im Gegensatz zu Börsen-Multiplikatoren, welche vor Übernahmespekulationen keine derartigen Prämien enthalten. Die angesprochenen Effekte sind in der Praxis häufig beobachtbar, lassen sich jedoch i.d.R. nicht einzeln quantifizieren oder separieren. Teilweise können auch negative Prämien bzw. Abschläge beobachtet werden. Die Messung gezahlter Prämien (ohne deren überschneidungsfreie Aufspaltung in Einzeleffekte) ist bei Transaktionen börsennotierter Mehrheitsanteile aus

der Differenz von (anteiliger) Marktkapitalisierung vor Übernahmegepächten und gebotem bzw. gezahltem Übernahmepreis möglich.

358. Es ist darauf hinzuweisen, dass im Wertkonzept gemäß IDW S 1 keine individuellen Synergien, die erst aufgrund der Transaktion entstehen (sog. echte Synergien) berücksichtigt werden dürfen. Somit kommt den Transaktions-Multiplikatoren nur eine geringe Bedeutung zu.
359. Darüber hinaus ist bei Transaktions-Multiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-)Schwankungen unterliegen können.<sup>52</sup> Insofern wird die Aussagekraft dieses Ansatzes – v.a. gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem besteht, wie auch bei den Börsen-Multiplikatoren, die Möglichkeit von Marktverzerrungen, die zu nicht aussagekräftigen Transaktionspreisen führen können, sodass ggf. das Kriterium des Zeitbezugs zum Bewertungsstichtag zugunsten der Vermeidung der Fortschreibung temporärer Verzerrungen abgeschwächt werden muss.
360. Neben diesen Beschränkungen ist zudem regelmäßig die Datenbasis vergleichbarer Transaktionen eingeschränkt, da sie auf öffentlich verfügbaren Informationen beruht, für welche im Unterschied zu Börseninformationen keine vergleichbaren Veröffentlichungspflichten bestehen.
361. Aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurden diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind.
362. Der Analysezeitraum umfasst den Zeitraum 2012 bis zum Bewertungsstichtag. Bei der Auswahl an vergleichbaren Unternehmen wurde analog zur Peer Group-Auswahl vorgegangen und Transaktionen aus der Medizin- und Gesundheitsbranche mit Aktivitäten in der Einlagerung von Stammzellen identifiziert.
363. Wie bereits beschrieben, ist auf Basis ausschließlich öffentlich verfügbarer Informationen eine abschließende, fundierte Beurteilung der jeweiligen Transaktionen regelmäßig nicht umfassend möglich. Somit könnten die ausgewählten Transaktionen nicht bzw. nur sehr eingeschränkt vergleichbar sein. Insbesondere können gezahlte Prämien oder Abschläge in direktem Zusammenhang mit gewährten Garantien oder sonstigen Verpflichtungen im Rahmen des

---

<sup>52</sup> Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 218, neben ihrer Kritik auch an Börsen-Multiplikatoren.

Kaufvertrags stehen. Folgende dreizehn Transaktionen wurden identifiziert und es resultieren die folgenden Multiplikatoren:

Transaktionsinformationen								Multiplikatoren		
Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Land	Closing	Umsatz (LW* Mio.)	EBIT (LW* Mio.)	EBIT Marge	Unternehmens- gesamtwert (EV)	EV / Umsatz	Anteil erworben	
Charles River Laboratories	HemaCare Corporation	USA	2020	35	7	21,1%	369	10,6x	100%	
PBKM	Crioestaminal	Portugal	2018	6	n/a	n/a	20	3,2x	96%	
Nanjing Ying Peng Hui Kang Medical	China Cord Blood Corporation	Hong Kong	2018	763	220	28,9%	7.360	9,6x	65%	
Nanjing Xinjiekou	Qilu Stem Cells Engineering	China	2017	359	186	51,8%	4.500	12,5x	76%	
Cordlife Group	Stemlife	Malaysia	2016	18	-3	-16,9%	42	2,3x	57%	
VITA 34	StemCare	Dänemark	2015	2	n/a	n/a	2	1,2x	100%	
AMAG Pharmaceuticals	CBR Systems	USA	2015	121	0	-0,1%	961	7,9x	100%	
VITA 34 AG	Bio Save	Serbien	2015	2	n/a	n/a	1	0,6x	30%	
Trim Medical	StemCell Institute	Japan	2015	481	67	13,9%	1.669	3,5x	57%	
Inception Bioscience	Lifebank Corp.	Kanada	2012	3	0	-2,3%	3	0,9x	100%	
VITA 34	BioPlanta	Deutschland	2012	2	n/a	n/a	1	0,8x	100%	
Cord Blood America	Biocordcell Argentina	Argentinien	2010	1	n/a	n/a	2	2,0x	50%	
VITA 34	Secuvita	Spanien	2010	7	n/a	n/a	10	1,4x	30%	
Durchschnitt								4,3x	74%	
Median								2,3x	76%	

\*LW: Landeswährung

364. Ausgehend von den zuvor durchgeführten Analysen der Börsen-Multiplikatoren und unter Berücksichtigung der Datenverfügbarkeit der Transaktionen wurde für die Bewertung mit Transaktions-Multiplikatoren auf den Umsatz zurückgegriffen. Wie aus der obigen Abbildung zu entnehmen ist, befinden sich die am Markt beobachtbaren Umsatz-Multiplikatoren im Median bei 2,3x und im Mittelwert bei 4,3x.
365. Aufgrund fehlender Detailinformationen (u.a. nicht börsennotierte Unternehmen, keine weiterführenden öffentlichen Informationen zu Transaktionsdetails, etc.) ist eine Regressionsanalyse der Transaktions-Multiplikatoren auf Basis von Wachstumserwartungen der Zielunternehmen nicht möglich bzw. nicht aussagekräftig.
366. Analog zur Bewertung mithilfe von Börsen-Multiplikatoren, wird als Referenzwert auf die Bezugsgröße der Vita 34 in den Jahren 2019 bis 2021 abgestellt. Basierend auf den ausgewählten Umsatz-Multiplikatoren ergeben sich für die Vita 34 die im Folgenden dargestellten Wertbandbreiten:

in EUR Tsd.	Multiple-Bandbreite		Bezugsgröße Vita (EUR)	Wertableitung	
	Median	Mittelwert		Min	Max
<b>Ausgewählte Multiplikatoren</b>					
Umsatz-Multiplikator 2019	2,3x	4,3x	19.934	45.392	86.680
Umsatz-Multiplikator 2020	2,3x	4,3x	20.069	45.699	87.267
Umsatz-Multiplikator 2021	2,3x	4,3x	21.878	45.516	86.918
<b>Unternehmensgesamtwert (Ø)</b>				<b>45.536</b>	<b>86.955</b>
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-5.531	-5.531
+ Überschüssige Liquidität				8.128	8.128
- Minderheiten				-10	-10
<b>Wert des Eigenkapitals</b>				<b>48.122</b>	<b>89.541</b>
Anzahl Aktien (Mio.)				4,1	4,1
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>				<b>11,74</b>	<b>21,85</b>

367. Eine Anwendung von Kontrollprämien entfällt bei der Berechnungsmethodik mit Hilfe von Transaktions-Multiplikatoren, da in den gezahlten Kaufpreisen für Mehrheitstransaktionen be-

reits eine Kontrollprämie enthalten ist. Da es sich bei der Vita 34 um ein börsennotiertes Unternehmen handelt, wurde bei den dargestellten Transaktions-Multiplikatoren äquivalent zum Vorgehen der Börsen-Multiplikatoren kein Liquiditätsabschlag angesetzt.

368. Der Werts des Eigenkapitals nach Kürzung des Unternehmensgesamtwerts um verzinsliche Verbindlichkeiten und Minderheiten sowie der Hinzurechnung der Sonderwerte (überschüssige Liquidität) liegt zum Bewertungsstichtag zwischen EUR 48,1 Mio. und EUR 89,5 Mio. Unter Berücksichtigung der Aktienanzahl von rd. 4,1 Mio. Aktien resultiert eine Wertbandbreite von EUR 11,74 bis EUR 21,85 je Vita 34-Aktie.

### 5.5.3. Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses

369. Gemäß IDW S 1 kann der Börsenkurs zu Plausibilisierungszwecken oder grundsätzlich als eigenständiges Bewertungsverfahren Berücksichtigung finden. Dennoch kann eine Verwendung des Börsenkurses als Grundlage des Unternehmenswerts eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung auf einer besseren und breiteren Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt basiert. Für das Umtauschverhältnis der Aktien von Vita 34 und PBKM bedeutet dies, dass grundsätzlich sowohl die Börsenkurse als auch der Unternehmenswert nach dem Unternehmenswertkonzept des IDW S 1 als Grundlage für die Ermittlung des Umtauschverhältnisses herangezogen werden können (vgl. Kapitel 4).
370. Die Vita 34-Aktien sind unter der ISIN DE000A0BL849 und dem Börsenkürzel V3V zum Handel im regulierten Markt an der Wertpapierbörse in Frankfurt am Main (Prime Standard) zugelassen. Des Weiteren werden die Aktien über das Handelssystem XETRA gehandelt.



371. In der folgenden Abbildung wird der Verlauf des Aktienkurses und des nach dem Handelsvolumen gewichteten dreimonatigen Durchschnittskurses der Vita 34-Aktie vom 31. Mai 2019 bis zum letzten Stichtag für die Datenabfrage am 31. Mai 2021 dargestellt.<sup>53</sup>



372. Der Dreimonatsdurchschnittskurs (VWAP) der Vita 34-Aktie beträgt EUR 15,83 am 31. Mai 2021.<sup>54</sup> Der im Wege der DCF-Methode ermittelte Wert des Eigenkapitals i.H.v. EUR 17,29 je Aktie entspricht in Bezug auf den Dreimonatsdurchschnittskurs einer Prämie von 9,2%.

373. Insgesamt weist der Aktienkursverlauf im Betrachtungszeitraum, abgesehen von den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie Anfang 2020, keine auffälligen Sprünge auf, die auf eine Verzerrung des Börsenkurses und eine eingeschränkte Aussagekraft des Aktienkurses für den Verkehrswert der Vita 34-Aktien aufgrund von außerordentlichen Ereignissen schließen lassen.

374. Seit Januar 2021 ist der Aktienkurs der Vita 34 um über 30% gestiegen. Der Anstieg ist jedoch nicht auf spezifische Ereignisse sondern auf das generelle Marktempfinden (Sentiment) zur Vita 34-Aktie zurückzuführen.

375. Im Zusammenhang mit der Aktienkursanalyse wurde ferner das tägliche Handelsvolumen sowie die Transaktionskosten in Form des sog. Bid-Ask-Spreads (der Unterschied zwischen dem Verkaufspreis und dem Kaufpreis für ein Wertpapier auf dem Markt) untersucht, um die Liquidität der Vita 34-Aktie im Zeitablauf zu beurteilen.

376. In der Gesamtbeurteilung liegt der Free Float größer als 5%, es fand an mehr als einem Drittel der Handelstage ein aktiver Handel statt und es wurde ein Aktienbestand pro Tag von mehr als

<sup>53</sup> Die Abfrage der Kapitalmarktdaten einschl. des Börsenkurses erfolgt anhand der Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ.

<sup>54</sup> Der dargestellte Dreimonatsdurchschnittskurs wurde auf Basis der Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ ermittelt. Im Vergleich zur Berechnungsweise der BaFin können geringfügige Differenzen auftreten.

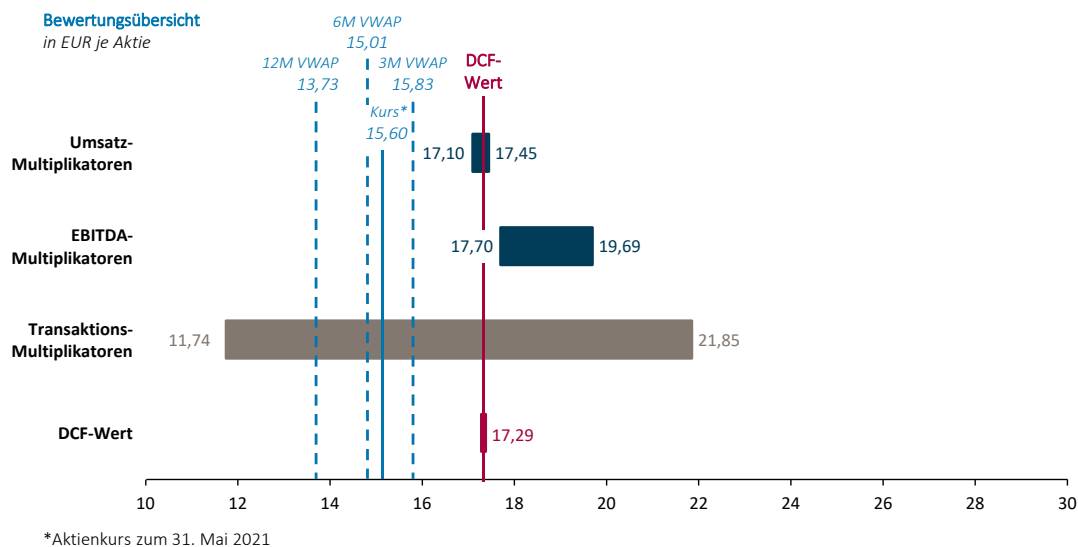
0,01% des gesamten Aktienbestands gehandelt.<sup>55</sup> Damit sind die Kriterien des §5 WpÜG Angebotsverordnung erfüllt.

## 5.5.4. Fazit zum Stand Alone-Wert des Eigenkapitals

377. Der anhand des WACC-Ansatzes der DCF-Methode ermittelte Wert des Eigenkapitals der Vita 34 liegt bei EUR 71,7 Mio. bzw. EUR 17,29 je Vita 34-Aktie.

378. Der Wert des Eigenkapitals der Vita 34 wurde zudem anhand der Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren ermittelt. Die anhand der Börsen-Multiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts je Aktie auf Basis von Umsatz-Multiplikatoren beträgt zwischen EUR 17,10 und EUR 17,45 je Aktie. Auf Basis von EBITDA-Multiplikatoren resultiert eine Bandbreite zwischen EUR 17,70 und EUR 19,69 je Aktie. Zudem beträgt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals anhand der Transaktionsmultiplikatoren EUR 11,74 bis EUR 21,85 je Aktie. Aufgrund der so ermittelten Bandbreite des Werts des Eigenkapitals sind die ermittelten Werte nach der DCF-Methode als plausibel anzusehen.

379. Zudem liegt der Wert des Eigenkapitals je Aktie nach der DCF-Methode über dem am 31. Mai 2021 beobachtbaren Dreimonatsdurchschnittskurs (VWAP) i.H.v. EUR 15,83.



380. Der Stand Alone Wert des Eigenkapitals der Vita 34 in Höhe von EUR 71,7 Mio. bzw. EUR 17,29 je Aktie ergibt sich demnach aus dem DCF-Verfahren als höherem Wert aus DCF-Verfahren und dem Dreimonatsdurchschnittskurs (VWAP). Das Ergebnis wird durch die Bandbreite der Eigenkapitalwerte auf Basis der Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren gestützt.

<sup>55</sup> Ebenso kann das tägliche Handelsvolumen in Bezug zum Streubesitz als Kriterium herangezogen werden.

## 6. BEWERTUNG DER PBKM

### 6.1. Plausibilisierung der Unternehmensplanung

#### 6.1.1. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Unternehmensplanung

381. Grundsätzlich plant PBKM auf Basis eines iterativen Bottom-up Prozesses. Zunächst werden Planungen auf Ebene der einzelnen Ländergesellschaften erstellt und gemeinsam mit dem Management der PBKM diskutiert. Daraufhin werden die Planungen auf Ebene der einzelnen Ländergesellschaften wiederum überarbeitet und aktualisiert. Diese adjustierten Planungen werden dann anhand von Spot-Rates in polnische Zloty umgerechnet und vom Management zu einer Konzernplanung verdichtet. Das Budget für das kommende Jahr wird dem Aufsichtsrat vorgelegt, während die weiteren Planjahre vom Aufsichtsrat diskutiert und zur Kenntnis genommen werden. Bisher umfasste die Unternehmensplanung dabei keine vollumfängliche Finanzplanung, sondern lediglich bestimmte zu erreichende Leistungskennzahlen für ein Jahr im Voraus. Durch den iterativen Charakter der Bottom-up Planung werden die einzelnen Planungen, die auf Ebene der Ländergesellschaften erstellt werden, vom PBKM-Management plausibilisiert. Anpassungen werden, soweit erforderlich, auch im Hinblick auf die strategischen Unternehmensziele vorgenommen. Dies stellt sicher, dass die aus den einzelnen Objektplanungen aggregierte Unternehmensplanung eine sachgerechte Abbildung der erwarteten finanziellen Überschüsse darstellt.
382. Im Zuge der Geplanten Transaktion wurde zum ersten Mal eine vollumfängliche Unternehmensplanung für externe Zwecke erstellt, die über die Planung bestimmter Kennzahlen hinausgeht. Die Unternehmensplanung umfasst eine Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung für die Jahre 2021 bis 2025. Zunächst wurden die Ziele für die kommenden Jahre und die zur Erreichung dieser Ziele notwendigen Ressourcen definiert. Dabei wurden die Ziele einerseits in das bestehende Kerngeschäft der PBKM und andererseits in neue Initiativen (CAR-T, Viral Vectors) unterteilt.<sup>56</sup>
383. Die Planung des Kerngeschäfts wird intern laufend auf Basis der Geschäftsentwicklung aktualisiert. Hierbei umfassen die Analysen monatliche Umsatzberichte der wichtigsten Gruppenunternehmen, vierteljährlich umfassende Geschäftsberichte hinsichtlich Umsatzerlöse, Marketing, Operations und Finanzthemen sowie die fortlaufende Beobachtung von Preisentwicklungen und Kundenvolumina. Aus diesen Analysen werden für die Budgetierung relevante Trends abgeleitet und die Auswirkungen auf neue Initiativen abgeschätzt. Wettbewerbsseitig werden die Aktivitäten der Wettbewerber und deren finanzielle Gesamtsituation, und auf gesamtwirtschaftlicher Ebene Trends bei Währungs- und Inflationsraten der relevanten Länder berücksichtigt.

---

<sup>56</sup> Vgl. Kapitel 6.1.3.1.

384. Für die neuen Initiativen wird zunächst eine eigene Planung erstellt, die daraufhin zusammen mit der Planung des bestehenden Kerngeschäfts zur Gruppenplanung verdichtet wurde. Die Basis der Planung der neuen Initiativen bilden extern erstellte Experten-Berichte.
385. Die Grundlage der Unternehmensplanung bilden somit einerseits historische Daten sowie andererseits neue Erkenntnisse zu Märkten und Trends (v.a. hinsichtlich der neuen Initiativen). Dementsprechend basiert die Unternehmensplanung auf dem bestehenden Geschäftsmodell der PBKM und sieht zusätzlich Ergebnisbeiträge aus neuen Initiativen vor. Die Unternehmensplanung enthält keine Ergebnisbeiträge aus potentiellen künftigen Akquisitionen.
386. Die Annahmen für das Budgetjahr 2021 und für die damit verbundenen neuen Initiativen, als Teil der zukünftigen Strategie der PBKM-Gruppe, wurden am 3. November 2020 dem Aufsichtsrat vorgestellt. Sie wurden später mit dem gesamten Aufsichtsrat während der Aufsichtsratsitzung am 9. Dezember 2020 weiter besprochen.

## 6.1.2. Analyse der Planungstreue

387. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung wurde neben der Analyse des Aufbaus der Planung und des Planungsprozesses grundsätzlich auch eine Analyse der bisherigen Planungstreue vorgenommen, um Anhaltspunkte hinsichtlich der zukünftigen Planungsgenauigkeit zu gewinnen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue wurde ein Zeitraum von fünf Jahren betrachtet. Basierend auf den zur Verfügung gestellten Informationen bildet das EBITDA die Grundlage der Analyse der Planungstreue.

Budget vs. Ist						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Abweichung	Abweichung	Abweichung	Abweichung	Abweichung	Abweichung
	in %	in %	in %	in %	in %	in %
<b>Financials</b>						
EBITDA*	7%	-10%	14%	2%	-31%	15%

\* bereinigt um One-offs

388. In der Vergangenheit war beim EBITDA (nach der Eliminierung von Einmaleffekten) zu beobachten, dass dieses in vier von sechs Jahren über Plan lag. So konnte das budgetierte EBITDA in den Jahren 2015, 2017, 2018 und 2020 teilweise deutlich übertroffen werden. In den Jahren 2016 und 2019 konnte das geplante EBITDA hingegen nicht erreicht werden. Im Jahr 2019 belastete die Insolvenz von CryoSave die Kostenseite der PBKM negativ. Grund dafür war eine Back-up Lagervereinbarung mit CryoSave, welche in Folge der Insolvenz der CryoSave Transport- und Verwaltungskosten bei FamiCord Suisse verursachte. Die Überperformance in 2020 resultiert aus einer besser als erwarteten Entwicklung der Umsatzerlöse in Q4 2020. Insgesamt hat PBKM in den vergangenen sechs Jahren tendenziell ihre Planzahlen erfüllt, sodass die Unternehmensplanung von PBKM als grundsätzlich verlässlich eingestuft werden kann.

### 6.1.3. Analyse der Unternehmensplanung

389. Die originäre Unternehmensplanung der PBKM reflektiert die Jahre 2021 bis 2025 und wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – mithilfe von zeitraumbezogenen Kennzahlenanalysen und Benchmarking zur Peer Group – analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten gewährleisten zu können:

in PLN Tsd.	Historie			Planung				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>161.642</b>	<b>187.988</b>	<b>211.250</b>	<b>237.242</b>	<b>288.882</b>	<b>320.812</b>	<b>411.638</b>	<b>473.963</b>
<i>Wachstum in %</i>	<i>8,6%</i>	<i>16,3%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,3%</i>	<i>21,8%</i>	<i>11,1%</i>	<i>28,3%</i>	<i>15,1%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>50.236</b>	<b>28.178</b>	<b>21.951</b>	<b>11.670</b>	<b>35.889</b>	<b>67.241</b>	<b>105.861</b>	<b>145.313</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>31,1%</i>	<i>15,0%</i>	<i>10,4%</i>	<i>4,9%</i>	<i>12,4%</i>	<i>21,0%</i>	<i>25,7%</i>	<i>30,7%</i>
Abschreibungen	-6.436	-12.855	-17.552	-17.305	-18.210	-22.501	-25.531	-26.093
<b>EBIT</b>	<b>43.800</b>	<b>15.323</b>	<b>4.399</b>	<b>-5.635</b>	<b>17.679</b>	<b>44.740</b>	<b>80.330</b>	<b>119.219</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>27,1%</i>	<i>8,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>6,1%</i>	<i>13,9%</i>	<i>19,5%</i>	<i>25,2%</i>

#### 6.1.3.1. Umsatzerlöse

390. Die Umsatzerlöse werden durch die PBKM entsprechend ihrer Aktivitäten geplant. Dazu zählen Umsatzerlöse aus der Einlagerung von biologischem Material (B2C-Banking und B2B-Banking), Umsatzerlöse aus Zelltherapien, Umsatzerlöse aus medizinischen Services sowie sonstige Umsatzerlöse. Die geplanten sonstigen Umsatzerlöse beinhalten Umsatzerlöse aus neuen Initiativen wie CAR-T und Viral Vectors (VV).

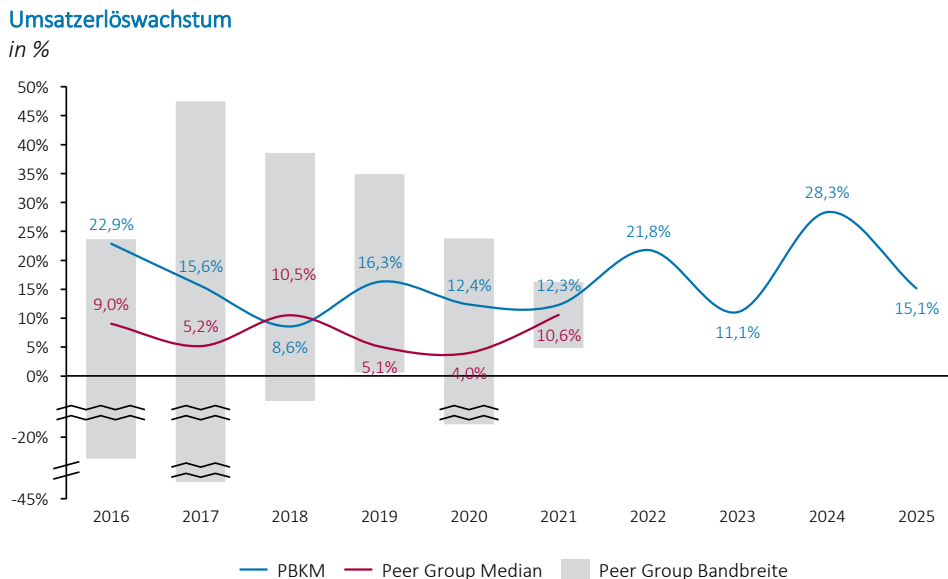
391. Umsatzerlöse aus der Einlagerung von biologischem Material setzen sich in der Unternehmensplanung aus Umsatzerlösen aus B2C-Banking und B2B-Banking zusammen und umfassen die Einlagerung von Nabelschnurblut und Nabelschnurgewebe. Die Umsatzerlöse aus B2C-Banking beinhalten sowohl die Einlagerungen neuer Blut- oder Gewebeproben als auch Vertragsverlängerungen bestehender Kunden, die bereits Blut- oder Gewebeproben einlagern. Die Umsatzerlöse aus B2B-Banking umfassen hauptsächlich die Verarbeitung von biologischem Material und zu einem geringeren Teil auch die Einlagerungen von Blut- oder Gewebeproben für Geschäftspartner.

392. Im Kerngeschäft Einlagerungen plant PBKM mit einem Wachstum zwischen 8-16% per annum in den kommenden 5 Jahren. Im Bereich B2C-Banking sollen sich die geplanten Umsatzerlöse aus Einlagerungen von neuen Blut- oder Gewebeproben erhöhen. Das Wachstum der Umsatzerlöse soll durch das stärkere organische Wachstum der im Jahr 2020 erworbenen Unternehmen in Deutschland (Eticur), der Türkei (Acibadem) und Italien (Sorgente) getrieben werden. PBKM konnte die Umsatzerlöse durch organisches Wachstum sowie Akquisitionen in den letzten Jahren steigern. Die Akquisitionen waren vornehmlich in Märkten mit tendenziell höheren Geburtsraten und/oder Einlagerungsquoten sowie robusten privaten Gesundheitssystemen. Das Management der PBKM erwartet insbesondere für die Umsatzerlöse signifikant positive Beiträge.

393. Der Fokus soll vornehmlich auf Polen, Portugal, Spanien, die Türkei und Deutschland gelegt werden. Diese Märkte bieten langfristiges Potenzial aufgrund der absoluten Anzahl an Geburten, des Potenzials für Preissteigerungen und des BIP pro Kopf, welches mit einer steigenden Kaufkraft der Verbraucher einhergeht.
394. Die Umsatzerlöse aus Vertragsverlängerungen bestehender Kunden sind im Wesentlichen von der Treue- bzw. Vertragsverlängerungsquote getrieben. Umsatzerlöse von ehemaligen Kunden des insolvent gegangenen Wettbewerbers CryoSave, deren Proben von FamiCord Suisse im Rahmen der Insolvenz zum großen Teil übernommen wurden, tragen ebenfalls zum Wachstum der Umsatzerlöse bei.
395. Weiterhin ist in Folge der Akquisitionen die Quote der Vorauszahler gestiegen. Die sukzessive Umstellung dieser Kunden auf das Abonnement-Modell führt in der Planung ebenfalls zu steigenden Umsatzerlösen.
396. Im Bereich B2B-Banking sollen die geplanten Umsatzerlöse auf niedrigerem Niveau moderat ansteigen. Umsatzerlöse aus Zelltherapien umfassen Produkte und Services im Zusammenhang mit der Durchführung experimenteller Therapien mit mesenchymalen Zellen. Die Umsatzerlöse aus sonstigen medizinischen Services hingegen sollen planmäßig zurückgehen.
397. Die sonstigen Umsatzerlöse umfassen hauptsächlich die neuen Initiativen CAR-T und Viral Vectors, die über den Planungszeitraum starkes Wachstum aufweisen. Ab 2021 wird das Wachstum der Umsatzerlöse der PBKM auch durch die neuen Initiativen getrieben. Bei den neuen Initiativen handelt es sich um kürzlich entwickelte Produkte bzw. sich in der Entwicklung befindende Produkte. Diese sollen in der Zell- und Gen-Therapie zur Behandlung seltener Krankheiten, bei denen nur begrenzt therapeutischen Möglichkeiten existieren, eingesetzt werden. Das Wachstum in diesen Bereichen spiegelt zum einen die hohen Markterwartungen für CAR-T-Therapien in Europa und die entsprechende Nachfrage nach biologischem Material wider. Nach Angaben des Managements befindet sich der Go-to-Market-Prozess bereits in einem fortgeschrittenen Stadium, bei dem die Prozessfreigabe kurz vor der Validierung steht. PBKM hat im Jahr 2020 einen vernachlässigbaren Umsatzerlöse aus seiner CAR-T-Initiative erzielt und plant gegen Ende 2021 aus einer öffentlichen Ausschreibung der Universitätsklinikum Warschau erste Umsatzerlöse zu generieren.
398. Die CAR-T-Zelltherapie-Initiative richtet sich sowohl an unter die Krankenhausfreistellungsregelung fallenden Krankenhäuser in Polen, als auch an Forschungseinrichtungen in ganz Europa für klinische Studien. PBKM hat zwei Genehmigungen bei der polnischen Gesundheitsbehörde (Chief Pharmaceutical Inspectorate) für die Herstellung von CAR-T-Zellen beantragt und bereits eine mündliche Zusage für den Erhalt dieser Genehmigungen bekommen.
399. VV sind genetisch modifizierte Viruspartikel, mit denen genetisches Material gezielt in Zellen eingebracht werden kann. Diese finden Anwendung in der Molekularbiologie, Biotechnologie oder Gentherapie. Die VV-Initiative richtet sich nicht an spezifische Therapie, vielmehr tritt PBKM als Auftragsfertiger für Drittparteien auf, welche VV benötigen.

400. Zur Validierung der Annahmen der neuen Initiativen hat das PBKM Management externe Experten beauftragt. Auf Basis der Erkenntnisse daraus wurden die entsprechenden Annahmen in der Unternehmensplanung getroffen.

401. In einem weiteren Schritt wird das geplante Wachstum der Umsatzerlöse der PBKM mit dem der Peer Group Unternehmen verglichen.



402. Das Wachstum der Umsatzerlöse der Peer Group Unternehmen lag in der Vergangenheit im Median zwischen 4,0% und 9,0%. Das Wachstum der Umsatzerlöse der PBKM lag in den Jahren 2016 bis 2020 zwischen 8,6% und 22,9% und damit deutlich oberhalb des Peer Group Medians, jedoch innerhalb der Peer Group Bandbreite. PBKM plant zukünftig ähnliche Wachstumsraten wie in der Historie zu realisieren, was durch das geplante Wachstum im Bereich der Initiativen und den Ausbau der Geschäftsaktivitäten in Wachstumsländern getrieben ist.

403. Insgesamt kann das geplante Umsatzerlöswachstum der PBKM sowohl im Peer Group Vergleich als auch im historischen Vergleich als ambitioniert eingestuft werden. Während die Planung der neuen Initiativen ambitioniert ist, erscheint die Planung der restlichen Umsatzsegmente plausibel.

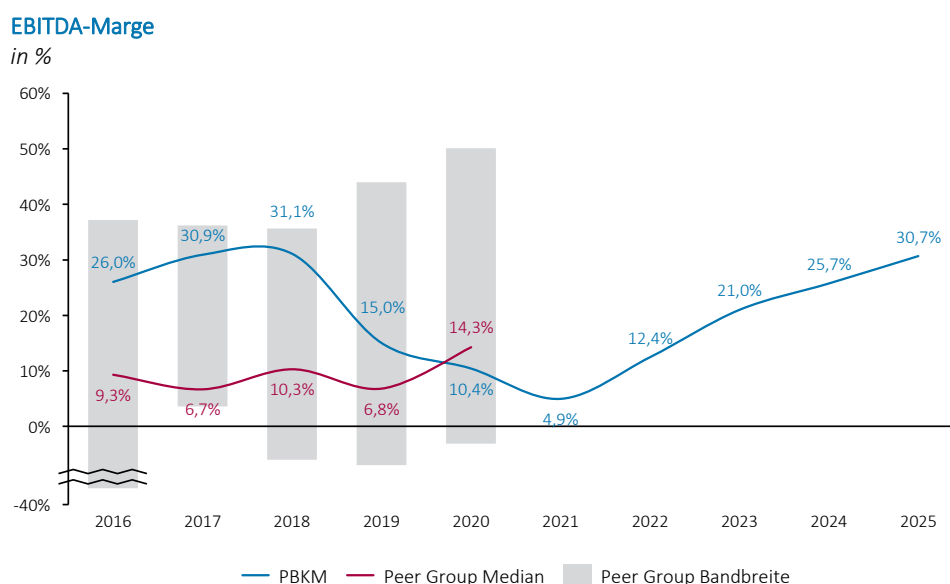
### 6.1.3.2. Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)

404. Im Rahmen der Analyse der Unternehmensplanung werden im Folgenden die Ertrags- und Aufwandsposten, die zum operativen Ergebnis der PBKM führen, analysiert.

405. Das EBITDA soll ausgehend von PLN 22,0 Mio. und einer EBITDA-Marge von 10,4% im Jahr 2020 bis zum Ende des Planungszeitraums im Jahr 2025 steigen. Zunächst ist im Jahr 2021 jedoch eine Fortsetzung des bereits in den Jahren 2019 und 2020 zu beobachtenden Rückgangs sowohl des absoluten EBITDA als auch der EBITDA-Marge geplant. Dies ist auf die in den vergan-

genen Jahren getätigten Akquisitionen zurückzuführen, die zwar zu einer Ausweitung der Umsatzerlöse geführt haben, jedoch in den Jahren 2019 bis 2021 die Profitabilität negativ beeinflussen. Erst ab dem Jahr 2022 soll die EBITDA-Marge wieder langsam auf das historische Niveau des Jahres 2018 zurückgeführt werden können. Im Jahr 2025 soll die EBITDA-Marge planmäßig einem der Historie (2018) entsprechendem Niveau erreichen.

406. Die Entwicklung der EBITDA-Marge ist hauptsächlich durch die Personalaufwandsquote beeinflusst. Diese soll sich ab dem Jahr 2022 schrittweise auf das historisch realisierte Niveau verringern.
407. Ein weiterer Treiber der EBITDA-Entwicklung sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Diese sollen sich von 2020 über den Planungszeitraum hinweg bis 2025 erhöhen. Grund für die geplante Verringerung der sonstigen betrieblichen Aufwandsquote sind hauptsächlich weniger stark wachsende geplante Aufwendungen für externe Services wie Blutentnahme, Kundenakquise, externe diagnostische Tests, Logistik, IT und Beratung sowie geringere Kosten für die Herstellung von Blutentnahme-Kits und Labormaterialien.
408. Umsatzseitig haben die Verlängerungen auslaufender Verträge von Bestandskunden den größten Effekt auf das EBITDA, da hier wachsenden Umsatzerlösen kaum zusätzliche Aufwendungen gegenüberstehen. Die Verbesserung der EBITDA-Marge wird nach Angaben des Managements von der Top-Line getragen und ist sowohl auf Preiserhöhungen als auch auf einen positiven Umsatzmix zurückzuführen. PBKM plant in der Tat, mehr Umsatzerlöse aus Ländern mit niedrigerer Kostenbasis als in den Vorjahren zu generieren. Darüber hinaus läuft derzeit eine Überprüfung der operativen Geschäftstätigkeiten, die zu Kostenoptimierungsmaßnahmen führen soll. Da diese Überprüfung noch nicht abgeschlossen ist, wurden die potenziellen Auswirkungen der getroffenen Maßnahmen zur Kostensenkung im Geschäftsplan nicht explizit berücksichtigt.



409. Die historische EBITDA-Marge der Peer Group Unternehmen liegt in den Jahren 2016 bis 2020 im Median zwischen 6,7% und 14,3%. Die EBITDA-Marge der PBKM hingegen lag in den Jahren



2016 bis 2018 zwischen 26,0% und 31,1%, fiel aufgrund des strategischen Fokus auf eine Ausweitung der Umsatzerlöse jedoch im Jahr 2020 auf 10,4%. Die historische EBITDA-Marge der PBKM liegt aufgrund des deutlichen Margenrückgangs im Jahr 2020 leicht unterhalb des Peer Group Medians, aber noch innerhalb der Peer Group Bandbreite. Da sich in den ersten Planjahren die Umsatzausweitung auf Kosten der Profitabilität noch bemerkbar macht, soll sich die EBITDA-Marge der PBKM in 2021 zunächst auf 4,9% belaufen.

410. Insgesamt liegt die geplante EBITDA-Marge ab dem Jahr 2023 deutlich über dem historischen Peer Group Median, erscheint jedoch aufgrund der bereits in der Historie erzielten EBITDA-Margen von teilweise über 30% plausibel. Innerhalb der Peer Group stellt das Geschäft der PBKM einen margenstarken Geschäftsbereich dar und liegt folglich deutlich oberhalb des Peer Group Medians aber innerhalb vertretbarer Margen der Peer Group. Die ähnlichen Geschäftsmodelle der PBKM und der Vita 34 äußern sich in langfristig vergleichbaren EBITDA-Margen.

### 6.1.3.3. Finanzergebnis und Steuern

411. Wesentliche Finanzerträge bestehen ausschließlich im Planjahr 2021 und beinhalten hauptsächlich Währungsgewinne, Zinserträge auf Bankeinlagen und gewährte Darlehen. Die dargestellten Finanzaufwendungen reduzieren sich kontinuierlich. Der Rückgang ist insbesondere auf die sukzessive Tilgung der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten zurückzuführen. Die Finanzaufwendungen enthalten zudem Zinsaufwendungen aus Leasingverbindlichkeiten. Die effektiven Fremdkapitalkosten der PBKM bewegen sich im Planungszeitraum in einer Bandbreite von 2,6% bis 3,6%.

412. Die Steueraufwendungen auf Basis der von PBKM erstellten Unternehmensplanung, sieht ab dem Jahr 2021 eine effektive Steuerquote von 19% vor. Zum Bewertungsstichtag bestehende steuerliche Verlustvorträge werden in der Bewertung separat als Sonderwert angesetzt.

### 6.1.3.4. Jahresüberschuss

413. Das Jahresergebnis der PBKM sinkt zunächst von PLN 1,9 Mio. im Jahr 2020 auf PLN -7,1 Mio. im Jahr 2021 und steigt schließlich stetig im restlichen Planungszeitraum. Die Umsatzrentabilität steigt währenddessen im Planungszeitraum.

## 6.1.3.5. Bilanzplanung

414. In einem weiteren Schritt werden im Folgenden die der Bewertung zugrundeliegenden Plan-Bilanzen der PBKM für die Jahre 2020 bis 2025 analysiert:<sup>57</sup>

Aktiva in PLN Tsd.	Historie			Planung				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Geschäfts- oder Firmenwert	104.119	132.075	161.491	161.491	161.491	161.491	161.491	161.491
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	7.088	12.917	36.346	36.346	36.346	36.346	36.346	36.346
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>111.206</b>	<b>144.992</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>
Sachanlagen	30.088	32.692	55.517	55.277	51.635	80.562	75.456	70.237
Leasingvermögenswerte	-	31.289	39.221	39.221	39.221	39.221	39.221	39.221
<b>Sachanlagen</b>	<b>30.088</b>	<b>63.981</b>	<b>94.738</b>	<b>94.498</b>	<b>90.856</b>	<b>119.783</b>	<b>114.677</b>	<b>109.458</b>
Finanzanlagen	7.891	10.639	13.927	13.927	13.927	13.927	13.927	13.927
<b>Anlagevermögen</b>	<b>149.185</b>	<b>219.612</b>	<b>306.502</b>	<b>306.262</b>	<b>302.620</b>	<b>331.546</b>	<b>326.440</b>	<b>321.222</b>
<b>Vorräte</b>	<b>4.662</b>	<b>6.295</b>	<b>15.313</b>	<b>11.957</b>	<b>12.579</b>	<b>12.568</b>	<b>18.658</b>	<b>17.525</b>
<b>Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände</b>	<b>36.328</b>	<b>258.212</b>	<b>44.048</b>	<b>56.158</b>	<b>63.475</b>	<b>69.283</b>	<b>94.922</b>	<b>98.371</b>
<b>Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten</b>	<b>17.174</b>	<b>47.722</b>	<b>181.714</b>	<b>152.634</b>	<b>137.568</b>	<b>100.059</b>	<b>121.709</b>	<b>190.668</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	142.714	161.657	184.305	193.177	212.568	234.035	257.682	283.782
Sonstige Vermögenswerte	8.992	8.966	10.636	12.752	13.419	23.775	23.775	23.775
<b>Sonstiges Umlaufvermögen</b>	<b>151.706</b>	<b>170.623</b>	<b>194.941</b>	<b>205.929</b>	<b>225.986</b>	<b>257.810</b>	<b>281.457</b>	<b>307.557</b>
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>209.869</b>	<b>482.851</b>	<b>436.016</b>	<b>426.678</b>	<b>439.609</b>	<b>439.721</b>	<b>516.745</b>	<b>614.121</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>359.054</b>	<b>702.463</b>	<b>742.518</b>	<b>732.939</b>	<b>742.228</b>	<b>771.267</b>	<b>843.186</b>	<b>935.343</b>

## Anlagevermögen

415. Die Bilanzsumme lag im Jahr 2020 bei PLN 742,5 Mio. und soll im Planungszeitraum weiter wachsen.

416. Die immateriellen Vermögenswerte der PBKM bestehen größtenteils aus Goodwill und zu einem kleineren Teil aus Kundenverträgen, aktivierten Entwicklungskosten und Lizenzen. Im Jahr 2020 steigen die immateriellen Vermögenswerte aufgrund getätigter Akquisitionen und dem Erwerb einer exklusiven europäischen Lizenz zur Nutzung der CAR-T-Technologie an. Über den Planungszeitraum plant die PBKM bei diesem Posten vereinfachend mit einem konstanten Wert i.H.v. PLN 197,8 Mio.

417. Auch die Finanzanlagen werden über den Planungszeitraum auf einem konstanten Niveau geplant.

418. Einen weiteren signifikanten Posten des Anlagevermögens stellen Sachanlagen in Form von Betriebs- und Geschäftsausstattung dar. Insgesamt steigen die Sachanlagen durch zu tätige Investitionen im Planungszeitraum zunächst bis 2023 an und sinken daraufhin bis 2025.

419. Ein weiterer im Anlagevermögen enthaltener Posten sind die Nutzungsrechte für Leasing, die über den Planungszeitraum auf einem konstanten Niveau geplant sind.

<sup>57</sup> Die Bilanzwerte sind jeweils zum 31. Dezember des Jahres abgebildet.

## Umlaufvermögen

420. Das Umlaufvermögen der PBKM besteht aus Vorräten, Forderungen und sonstigen Vermögensgegenständen sowie Kassen- und Bankguthaben.
421. Die Vorräte sollten von 2020 auf 2021 sinken, da im Jahr 2020 einmalig Vorräte aufgebaut wurden, um der Covid-19-Pandemie zu entgegnen. Exklusive dieses Einmaleffekt erhöhen sich die Vorräte der PBKM bis 2025. Die Kennzahl „Days Inventory Held“ erhöht sich zunächst von 92 Tagen in 2019 auf bis zu 131 Tage in 2021, und sinkt im Anschluss im restlichen Planungszeitraum.
422. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen steigen im Planungszeitraum. Die entsprechende Forderungslaufzeit ist über den Planungszeitraum relativ konstant. Die sonstigen Forderungen und Vermögensgegenstände sinken zunächst von 2019 bis 2020 aufgrund der Ausbuchung des fälligen Betrags von Aktionären für die Kapitalerhöhung, und steigen daraufhin im Planungszeitraum. Anzahlungen und Ertragsteuerforderungen werden hierbei auf konstantem Niveau geplant.
423. Die sonstigen Vermögenswerte bestehen größtenteils auf Rechnungsabgrenzungsposten und sollen während des Planungszeitraums steigen.
424. In Summe spiegelt die Planung des Umlaufvermögens die Umsatzerlös- und Ertragsplanung wider.

Passiva in PLN Tsd.	Historie			Planung				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Eigenkapital</b>	<b>124.372</b>	<b>400.862</b>	<b>394.951</b>	<b>386.266</b>	<b>398.423</b>	<b>432.878</b>	<b>496.545</b>	<b>592.121</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>43.378</b>	<b>49.412</b>	<b>49.868</b>	<b>49.868</b>	<b>49.868</b>	<b>49.868</b>	<b>49.868</b>	<b>49.868</b>
Bankkredite und Darlehen	74.771	85.719	84.567	67.079	51.079	35.079	19.079	3.079
Leasingverbindlichkeiten	6.072	32.030	41.262	41.262	41.262	41.262	41.262	41.262
<b>Verzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>80.842</b>	<b>117.749</b>	<b>125.829</b>	<b>108.341</b>	<b>92.341</b>	<b>76.341</b>	<b>60.341</b>	<b>44.341</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12.378	14.288	13.971	18.188	19.074	18.996	24.144	24.355
Unternehmenssteuer-Verbindlichkeiten	462	442	679	736	736	736	736	736
Budgetäre Verbindlichkeiten	3.299	3.902	5.266	5.266	5.266	5.266	5.266	5.266
Rechnungsabgrenzungsposten	76.494	106.861	124.115	134.847	145.676	156.464	167.330	179.362
Sonstige Abgrenzungen	10.525	1.857	326	326	326	326	326	326
Sonstige Verbindlichkeiten	7.303	7.089	27.514	29.101	30.518	30.393	38.630	38.968
<b>Unverzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>110.462</b>	<b>134.440</b>	<b>171.870</b>	<b>188.464</b>	<b>201.596</b>	<b>212.180</b>	<b>236.432</b>	<b>249.012</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>359.054</b>	<b>702.463</b>	<b>742.518</b>	<b>732.939</b>	<b>742.228</b>	<b>771.267</b>	<b>843.186</b>	<b>935.343</b>

425. Die Passiva der Bilanz beinhalten neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital.<sup>58</sup>

## Eigenkapital

426. Das Eigenkapital entwickelt sich im Planungszeitraum als Resultat der Ertragsplanung und steigt kontinuierlich.

<sup>58</sup> Die Bilanzwerte sind jeweils zum 31. Dezember des Jahres abgebildet.

## Rückstellungen und Verbindlichkeiten

427. Die Rückstellungen belaufen sich im Jahr 2020 auf PLN 49,9 Mio. und werden daraufhin mit einem konstanten Niveau geplant.
428. Die verzinslichen Verbindlichkeiten umfassen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie Leasingverbindlichkeiten und sollen sich im Planungszeitraum reduzieren. Maßgeblich für die beschriebene Abnahme ist die Tilgung der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten. Die Leasingverbindlichkeiten hingegen sind im Planungszeitraum auf konstantem Niveau von geplant.
429. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Rechnungsabgrenzungsposten, Ertragsteuerverbindlichkeiten und sonstigen Verbindlichkeiten zusammen und erhöhen sich im Planungszeitraum analog zu Umsatzerlös- und Ertragsplanung.

### 6.1.3.6. Ergebnis der Analyse der Unternehmensplanung

430. Da es sich um eine vergleichende Bewertung handelt, ist die Plausibilität der Unternehmensplanung auch im Vergleich zu Vita 34 zu würdigen. Die Planung der Umsatzerlöse erfolgt unter der Annahme 100%-iger Erfolgswahrscheinlichkeit von laufenden Forschungs- und Entwicklungsprojekten (neue Initiativen). Aufgrund des Ambitionsgrads der originären Unternehmensplanung wurden sowohl Anpassungen bei der Planung der Umsatzerlöse als auch bei der Entwicklung der EBITDA-Marge ab dem Jahr 2022 vorgenommen. Die originäre Unternehmensplanung der PBKM wurde für das Jahr 2021 in der Version übernommen, die vom Vorstand der PBKM für Bewertungszwecke zur Verfügung gestellt wurde.
431. Das geplante Umsatzerlöswachstum der PBKM im Bereich der neuen Initiativen (CAR-T) wird als zu ambitioniert erachtet, sodass die ab dem Jahr 2022 geplanten Umsatzerlöse lediglich zu 80% bis zum Jahr 2025 berücksichtigt wurden. Die Reduktion der Umsatzerlöse spiegelt einen Erwartungswert wider, da die neuen Initiativen (CAR-T) noch in der Entwicklungsphase bzw. sehr frühen Produktphase sind und die Marktfähigkeit noch nicht ausreichend gesichert ist.
432. Auch im Bereich der neuen Initiativen (VV) wird das geplante Umsatzerlöswachstum der PBKM als zu ambitioniert erachtet, sodass die ab dem Jahr 2022 geplanten Umsatzerlöse lediglich zu 70% bis zum Jahr 2025 berücksichtigt wurden. Zudem sind die VV in der Entwicklungsphase noch hinter CAR-T.
433. Im Vergleich zur originären Unternehmensplanung der PBKM wurden aufgrund neu erhaltener Informationen auch für die in den Umsatzerlösen enthaltenen Vertragsverlängerungen ehemaliger CryoSave Kunden mit FamiCord Suisse Anpassungen vorgenommen. Potenzielle Umsatzerlöse mit CryoSave Kunden werden aus der Unternehmensplanung eliminiert und als Sonderwert betrachtet.

434. Um die zentralen Planparameter der PBKM und der Vita 34 weiter zu harmonisieren, wurde zudem die konservativ geplante Vertragsverlängerungsquote der PBKM von 50% auf das Niveau der Vita 34 von 80% angehoben. Dies erscheint vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells der PBKM und der langfristig ausgelegten Einlagerungen, der technischen Anforderungen für eine geeignete Einlagerung sowie der limitierten Möglichkeiten des Wechsels eines Anbieters von Einlagerungen als plausibel.

in PLN Tsd.	Planung				
	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Umsatz</b>					
Originale Umsatzerlöse (PLN)	237.242	288.882	320.812	411.638	473.963
Angepasste Umsatzerlöse (PLN)	237.242	284.701	318.482	398.346	456.563
<i>Abweichung - Absolut (PLN)</i>	0	-4.182	-2.330	-13.292	-17.400
<i>Abweichung - % (PLN)</i>	0,0%	-1,4%	-0,7%	-3,2%	-3,7%
<b>EBITDA</b>					
Originales EBITDA (PLN)	11.670	35.889	67.241	105.861	145.313
Angepasstes EBITDA (PLN)	12.410	37.574	70.642	108.601	146.108
<i>Abweichung - Absolut (PLN)</i>	740	1.685	3.401	2.740	796
<i>Abweichung - % (PLN)</i>	6,3%	4,7%	5,1%	2,6%	0,5%

435. In Summe führen die Anpassungen zu einer leicht höheren EBITDA-Marge.
436. Des Weiteren ist die Ansicht, dass ein Rückgang der Sachanlagen ab dem Jahr 2023 in der originären Unternehmensplanung der PBKM nicht mit der geplanten signifikanten Umsatzausweitung einhergehen kann, vertretbar. Der Kapitalumschlag bezogen auf das Sachanlagevermögen soll sich gemäß originären Unternehmensplanung erhöhen. Folglich wurde eine Anpassung der Planung der Sachanlagen vorgenommen, sodass sich der Kapitalumschlag in der Konvergenz einpendelt. Dies ist insbesondere durch steigende Umsatzerlöse und einem damit einhergehenden erhöhten Bedarf an technischem Equipment sowie Geschäfts- und Laborausstattung begründet und führt zu höheren Investitionsquoten.
437. Zusätzlich zu den Anpassungen in den Planperioden ab 2022 wurde die Aufsatzbilanz des Jahres 2020 um überschüssige Liquidität, die über einen angenommenen operativen Mindestkassenbestand der Umsatzerlöse hinausgeht, bereinigt und dieser Wert als Sonderwert in der Bewertung der PBKM berücksichtigt. Die weitere Entwicklung der liquiden Mittel im Planungszeitraum resultiert aus den notwendigen operativen liquiden Mittel. Liquide Mittel, die über den operativen Mindestkassenbestand hinausgehen, werden wenn möglich, annahmegemäß vollständig ausgeschüttet. Die Entwicklung des Eigenkapitals ist von der fiktiven jährlichen Ausschüttung aller verfügbaren liquiden Mittel geprägt.
438. Unter Berücksichtigung der durchgeführten Analysen der originären Planung der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz, den Benchmarking-Analysen, den mit dem Management der PBKM geführten Gesprächen, der Analyse des Planungsprozesses und des Markt- und Wettbewerbsumfelds wird die angepasste Unternehmensplanung der PBKM als plausibel erachtet und der Bewertung der PBKM zugrunde gelegt.
439. Für Bewertungszwecke wurde die angepasste Unternehmensplanung mittels Forward Rates in Euro umgerechnet (vgl. Kapitel 4.4.1. und Kapitel 6.5.1.), um Währungskonsistenz zwischen den

Cashflow-Prognosen und dem anzuwendenden Diskontierungszinssatz herzustellen. Hingegen wurde die originäre Unternehmensplanung zu Vergleichszwecken mittels Spot Rates in Euro umgerechnet, da PBKM in ihrem Planungsprozess (vgl. Kapitel 6.1.1.) ebenfalls die in lokalen Währungen erstellten Einzelplanungen der Ländergesellschaften mittels Spot Rates in polnische Zloty umrechnet.

440. Durch die Umrechnung der angepassten Unternehmensplanung mit Forward Rates ergeben sich bereits im Jahr 2021 leichte Unterschiede zwischen der originären und der angepassten Unternehmensplanung. Ein weiterer Effekt der Umrechnung mit Forward Rates ist, dass die angepasste Unternehmensplanung sowohl auf Umsatzerlös- als auch auf EBITDA-Ebene nochmals signifikant nach unten angepasst wurde. So sind die Umsatzerlöse in der angepassten Unternehmensplanung niedriger als in der originären Unternehmensplanung. Beim EBITDA ist die Abweichung zur originären Unternehmensplanung in 2024 und 2025 negativ.

in PLN/EUR Tsd.	Plannung				
	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Umsatz</b>					
Originale Umsatzerlöse (PLN)	237.242	288.882	320.812	411.638	473.963
<i>Spot Rate</i>	4,57	4,57	4,57	4,57	4,57
Originale Umsatzerlöse (EUR)	51.966	63.277	70.271	90.166	103.818
Angepasste Umsatzerlöse (PLN)	237.242	284.701	318.482	398.346	456.563
<i>Forward Rate</i>	4,57	4,62	4,71	4,80	4,91
Angepasste Umsatzerlöse (EUR)	51.904	61.563	67.656	82.906	92.932
<i>Abweichung - Absolut (EUR)</i>	-62	-1.714	-2.616	-7.260	-10.886
<i>Abweichung - % (EUR)</i>	-0,1%	-2,7%	-3,7%	-8,1%	-10,5%
<b>EBITDA</b>					
Originales EBITDA (PLN)	11.670	35.889	67.241	105.861	145.313
<i>Spot Rate</i>	4,57	4,57	4,57	4,57	4,57
Originales EBITDA (EUR)	2.556	7.861	14.729	23.188	31.830
Angepasstes EBITDA (PLN)	12.410	37.574	70.642	108.601	146.108
<i>Forward Rate</i>	4,57	4,62	4,71	4,80	4,91
Angepasstes EBITDA (EUR)	2.715	8.125	15.007	22.603	29.740
<i>Abweichung - Absolut (EUR)</i>	159	264	278	-585	-2.090
<i>Abweichung - % (EUR)</i>	6,2%	3,4%	1,9%	-2,5%	-6,6%

441. Folglich wurde die originäre Unternehmensplanung einerseits durch die direkt vorgenommenen Anpassungen und andererseits durch die Herstellung der Währungskonsistenz zwischen den Cashflow-Prognosen und dem anzuwendenden Diskontierungszinssatz nach unten angepasst.

## 6.2. Konvergenz- und Fortführungsphase

### Annahmen in der Konvergenz- und Fortführungsphase<sup>59</sup>

442. Das Wachstum der Umsatzerlöse schmilzt in der Konvergenzphase je Umsatzsegment linear ab. Die Material-, Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind mit der Aufwandsquote des Jahres 2025 angesetzt. Im Ergebnis ergibt sich eine vom Jahr 2025 bis zum Jahr 2030 konstante EBITDA-Marge. Dies erscheint hinsichtlich der in der Historie erzielten Aufwandsquoten, der Entwicklung im Detailplanungszeitraum und der von Vita 34 geplanten Margen als realistisch.
443. Das Finanzergebnis wird auf Basis der sich über das gesamte Fremdkapital ergebenden Finanzierungskonditionen des letzten Jahres der Detailplanung (2025) langfristig fortentwickelt.
444. Die Steueraufwendungen wurden nach Managementgesprächen entsprechend der langfristig geschätzten effektiven Steuerquote von rd. 19% auf Gruppenebene angesetzt.
445. In der Konvergenzphase liegt die Investitionsquote bezüglich der Sachanlagen etwas über dem Niveau der durchschnittlichen historischen, um Akquisitionen bereinigten Investitionsquote der PBKM, da zugleich eine etwas höhere EBITDA-Marge als in der Vergangenheit erzielt werden soll. Sowohl immaterielle Vermögensgegenstände als auch Vermögenswerte aus Leasing werden in der Konvergenzphase konstant geplant. In der Fortführungsphase wachsen die immateriellen Vermögensgegenstände und Sachanlagen mit der nachhaltigen Wachstumsrate. Die übrigen Aktiv- und Passivposten wurden vereinfachend konstant oder in Abhängigkeit von den Umsatzerlösen geplant.
446. Insgesamt erfolgt die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der daraus ableitbaren Cashflows in der Konvergenzphase vollständig integriert.

### Nachhaltige Wachstumsrate

447. Bei der Unternehmensplanung der PBKM handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss demnach auf nominelles Wachstum, welches aus dem realen Wachstum und dem inflationsbedingten Wachstum abgeleitet wird, abgestellt werden.
448. Zur Bestimmung der inflationsgetriebenen Komponente der Wachstumsrate werden daher die prognostizierte Entwicklung der Inflationsrate und die Möglichkeit der PBKM, auf Basis der bestehenden Preisgestaltung inflationsbedingte Preissteigerungen sowie sonstige Kostensteigerungen umsatzseitig durchzusetzen, betrachtet.<sup>60</sup>

<sup>59</sup> Für die methodischen Ausführungen zur Konvergenz- und Fortführungsphase wird auf Kapitel 5.2 verwiesen.

<sup>60</sup> Zur Diskussion der zu beachtenden Aspekte von erwartetem Preiswachstum vgl. Kapitel 5.2.

449. Zum Bewertungsstichtag befindet sich die Kundenbasis der PBKM in Polen, Portugal, Spanien, der Türkei, Ungarn, Rumänien und weiteren europäischen Ländern. Da die Planung des Bewertungsobjekts zunächst jeweils in lokalen Währungen erfolgt, muss bei der Inflation ebenfalls auf diese Währung abgestellt werden. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa. Der Ausblick für Polen sieht Preiswachstumsraten von 3,2% auf 2,4% für die Jahre 2021 bis 2025 vor. Auch in den weiteren Absatzländern der PBKM sind etwas höhere Wachstumsraten als in der EU oder in Deutschland zu beobachten.
450. Langfristig plant PBKM den Großteil der Umsatzerlöse über ein Abonnement-Modell mit jährlich wiederkehrenden Zahlungen zu generieren. Kunden könnten in diesem Fall jedoch flexibel und evtl. sensitiv auf Preiserhöhungen reagieren und so die Vertragsverlängerungsquote negativ beeinflussen. Grundsätzlich ermöglicht das Geschäftsmodell der PBKM mit vergleichsweise aufwändigen Bedingungen der Einlagerung von Blut- und Gewebeproben, dem eingeschränkten europäischen Wettbewerb sowie der Abonnement-Struktur die Möglichkeit inflationsbedingte Preissteigerungen umsatzseitig weiterzugeben. Aufgrund teilweise langfristiger Kundenverträge sowie einer Sensitivität auf die Vertragsverlängerungsquote ist eine umsatzseitige Weitergabe von Preissteigerungen nachhaltig jedoch nur begrenzt möglich. Kostenseitig besteht zudem die Gefahr, dass die Aufwendungen der PBKM schneller wachsen als die Erreichung von umsatzseitigen Preissteigerungen. Ursachen liegen u.a. in der inflationsbedingten Zunahme der Personalaufwendungen sowie den Kosten für Einlagerungen.
451. Hinsichtlich der realen Komponente der Wachstumsrate wurden die Gesamtwachstumserwartungen der Volkswirtschaften der wichtigsten Absatzländer der PBKM betrachtet. Die Konjunkturaussichten des IWF für Polen gehen von einem rückläufigen Wachstum des BIP für die Jahre 2021 bis 2025 mit Wachstumsraten von jährlich 3,5% auf 2,9% aus. Die weiteren Absatzländer der PBKM bewegen sich in ähnlichen Größenordnungen.
452. Branchenseitig besteht langfristig das Risiko des Eintritts weiterer Unternehmen oder staatlicher Wettbewerber im europäischen Markt für Stammzelleneinlagerungen, wenn die Stammzellforschung weiter voranschreitet. Des Weiteren ist im Vergleich zu anderen Regionen wie China, nicht davon auszugehen, dass die Einlagerungsquoten in Europa stark zunehmen. Diese Faktoren schwächen das nachhaltige Wachstumspotenzial der PBKM.
453. In einer Gesamtbeurteilung der Inflationsprognosen, der unternehmensspezifischen und vertraglichen Besonderheiten, der gesamtwirtschaftlichen und demographischen Entwicklung sowie der Branche wird eine nachhaltige, unternehmensspezifische, nominale Wachstumsrate von 1,25% als sachgerecht erachtet. Die nachhaltige Wachstumsrate der PBKM ist somit aufgrund der geographisch unterschiedlichen Absatzländer und damit verbundenen höheren Inflationserwartungen etwas höher als bei der Vita 34.



### 6.3. Übersicht der angepassten bewertungsrelevanten Unternehmensplanung

#### 6.3.1. Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung in PLN Tsd.	Historie			Planung					Konvergenz			TV	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>161.642</b>	<b>187.988</b>	<b>211.250</b>	<b>237.242</b>	<b>284.701</b>	<b>318.482</b>	<b>398.346</b>	<b>456.563</b>	<b>511.535</b>	<b>557.066</b>	<b>586.316</b>	<b>593.645</b>	<b>601.066</b>
<i>Wachstum in %</i>	8,6%	16,3%	12,4%	12,3%	20,0%	11,9%	25,1%	14,6%	12,0%	8,9%	5,3%	1,25%	1,25%
<b>EBITDA</b>	<b>50.236</b>	<b>28.178</b>	<b>21.951</b>	<b>12.410</b>	<b>37.574</b>	<b>70.642</b>	<b>108.601</b>	<b>146.108</b>	<b>163.700</b>	<b>178.271</b>	<b>187.632</b>	<b>189.977</b>	<b>192.352</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	31,1%	15,0%	10,4%	5,2%	13,2%	22,2%	27,3%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Abschreibungen	-6.436	-12.855	-17.552	-17.280	-18.144	-21.977	-24.732	-25.294	-28.134	-32.031	-33.713	-34.135	-34.561
<b>EBIT</b>	<b>43.800</b>	<b>15.323</b>	<b>4.399</b>	<b>-4.870</b>	<b>19.430</b>	<b>48.666</b>	<b>83.869</b>	<b>120.814</b>	<b>135.566</b>	<b>146.240</b>	<b>153.919</b>	<b>155.843</b>	<b>157.791</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	27,1%	8,2%	2,1%	-2,1%	6,8%	15,3%	21,1%	26,5%	26,5%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%

## 6.3.2. Bilanz

Aktiva in PLN Tsd.	Historie			Planung					Konvergenz				TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Geschäfts- oder Firmenwert	104.119	132.075	161.491	161.491	161.491	161.491	161.491	161.491	161.491	161.491	161.491	163.510	165.554
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	7.088	12.917	36.346	36.346	36.346	36.346	36.346	36.346	36.346	36.346	36.346	36.800	37.260
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>111.206</b>	<b>144.992</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>197.837</b>	<b>200.310</b>	<b>202.814</b>
Sachanlagen	30.088	32.692	55.517	54.616	50.987	72.691	67.745	62.686	65.243	66.636	68.102	68.953	69.815
Leasingvermögenswerte	-	31.289	39.221	39.221	39.221	39.221	39.221	39.221	39.221	39.221	39.221	39.711	40.208
<b>Sachanlagen</b>	<b>30.088</b>	<b>63.981</b>	<b>94.738</b>	<b>93.837</b>	<b>90.208</b>	<b>111.912</b>	<b>106.966</b>	<b>101.907</b>	<b>104.464</b>	<b>105.857</b>	<b>107.323</b>	<b>108.664</b>	<b>110.023</b>
Finanzanlagen	7.891	10.639	13.927	13.927	13.927	13.927	13.927	13.927	13.927	13.927	13.927	14.101	14.277
<b>Anlagevermögen</b>	<b>149.185</b>	<b>219.612</b>	<b>306.502</b>	<b>305.600</b>	<b>301.972</b>	<b>323.675</b>	<b>318.729</b>	<b>313.670</b>	<b>316.228</b>	<b>317.621</b>	<b>319.086</b>	<b>323.075</b>	<b>327.113</b>
Vorräte	4.662	6.295	15.313	11.870	12.327	12.316	17.555	16.422	17.335	17.718	17.428	17.645	17.866
<b>Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände</b>	<b>36.328</b>	<b>258.212</b>	<b>44.048</b>	<b>54.503</b>	<b>61.389</b>	<b>67.197</b>	<b>90.446</b>	<b>93.896</b>	<b>106.710</b>	<b>117.852</b>	<b>125.769</b>	<b>127.341</b>	<b>128.933</b>
<b>Kassenbestand</b>	<b>17.174</b>	<b>47.722</b>	<b>21.125</b>	<b>23.724</b>	<b>28.470</b>	<b>31.848</b>	<b>39.835</b>	<b>45.656</b>	<b>51.154</b>	<b>55.707</b>	<b>58.632</b>	<b>59.365</b>	<b>60.107</b>
Rechnungsabgrenzungsposten	142.714	161.657	184.305	193.177	212.568	234.035	257.682	283.782	283.782	283.782	283.782	287.329	290.921
Sonstige Vermögenswerte	8.992	8.966	10.636	12.752	13.419	23.775	23.775	23.775	26.638	29.009	30.532	30.914	31.300
<b>Sonstiges Umlaufvermögen</b>	<b>151.706</b>	<b>170.623</b>	<b>194.941</b>	<b>205.929</b>	<b>225.986</b>	<b>257.810</b>	<b>281.457</b>	<b>307.557</b>	<b>310.420</b>	<b>312.791</b>	<b>314.314</b>	<b>318.243</b>	<b>322.221</b>
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>209.869</b>	<b>482.851</b>	<b>275.428</b>	<b>296.026</b>	<b>328.172</b>	<b>369.172</b>	<b>429.293</b>	<b>463.531</b>	<b>485.618</b>	<b>504.067</b>	<b>516.142</b>	<b>522.594</b>	<b>529.127</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>359.054</b>	<b>702.463</b>	<b>581.929</b>	<b>601.626</b>	<b>630.144</b>	<b>692.847</b>	<b>748.022</b>	<b>777.202</b>	<b>801.846</b>	<b>821.687</b>	<b>835.229</b>	<b>845.669</b>	<b>856.240</b>

Passiva in PLN Tsd.	Bereinigte Historie			Planung					Konvergenz			TV	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
<b>Eigenkapital</b>	<b>124.372</b>	<b>400.862</b>	<b>234.362</b>	<b>226.965</b>	<b>239.901</b>	<b>276.010</b>	<b>339.597</b>	<b>432.217</b>	<b>423.741</b>	<b>413.601</b>	<b>407.882</b>	<b>412.980</b>	<b>418.142</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>43.378</b>	<b>49.412</b>	<b>49.868</b>	<b>49.868</b>	<b>49.868</b>	<b>49.868</b>	<b>49.868</b>	<b>49.868</b>	<b>55.872</b>	<b>60.845</b>	<b>64.040</b>	<b>64.841</b>	<b>65.651</b>
Bankkredite und Darlehen	74.771	85.719	84.567	67.079	51.079	35.079	19.079	3.079	-	-	-	-	-
Leasingverbindlichkeiten	6.072	32.030	41.262	41.262	41.262	41.262	41.262	41.262	41.262	41.262	41.262	41.778	42.300
Kontokorrentkredit	-	-	-	24.507	43.235	75.244	60.022	-	-	-	-	-	-
<b>Verzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>80.842</b>	<b>117.749</b>	<b>125.829</b>	<b>132.848</b>	<b>135.577</b>	<b>151.586</b>	<b>120.363</b>	<b>44.341</b>	<b>41.262</b>	<b>41.262</b>	<b>41.262</b>	<b>41.778</b>	<b>42.300</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12.378	14.288	13.971	18.131	18.910	18.832	23.426	23.637	26.483	28.840	30.355	30.734	31.118
Unternehmenssteuer-Verbindlichkeiten	462	442	679	736	736	736	736	736	825	898	945	957	969
Budgetäre Verbindlichkeiten	3.299	3.902	5.266	8.214	8.214	8.214	8.214	8.214	9.203	10.022	10.549	10.681	10.814
Sonstige Verbindlichkeiten	7.303	7.089	27.514	29.010	30.256	30.130	37.482	37.819	42.373	46.144	48.567	49.174	49.789
Rechnungsabgrenzungsposten	76.494	106.861	124.115	134.847	145.676	156.464	167.330	179.362	200.958	218.845	230.336	233.215	236.130
Sonstige Abgrenzungen	10.525	1.857	326	1.007	1.007	1.007	1.007	1.007	1.128	1.228	1.293	1.309	1.325
<b>Unverzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>110.462</b>	<b>134.440</b>	<b>171.870</b>	<b>191.945</b>	<b>204.799</b>	<b>215.383</b>	<b>238.195</b>	<b>250.775</b>	<b>280.970</b>	<b>305.978</b>	<b>322.045</b>	<b>326.070</b>	<b>330.146</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>359.054</b>	<b>702.463</b>	<b>581.929</b>	<b>601.626</b>	<b>630.144</b>	<b>692.847</b>	<b>748.022</b>	<b>777.202</b>	<b>801.846</b>	<b>821.687</b>	<b>835.229</b>	<b>845.669</b>	<b>856.240</b>

## 6.4. Kapitalisierungszinssatz (WACC)

454. Die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse (Free Cashflows) sind mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten zu diskontieren.<sup>61</sup> Diese ergeben sich einerseits aus den marktwertgewichteten Eigenkapitalkosten und andererseits aus den marktwertgewichteten Fremdkapitalkosten.
455. Da PBKM ein polnisches Unternehmen mit Hauptaktivitäten in Polen und weiteren europäischen Ländern ist und die Unternehmensplanung in polnischen Zloty aufstellt, müssen bei der Ableitung sachgerechter Kapitalkosten zur Diskontierung der finanziellen Überschüsse besondere Faktoren berücksichtigt werden. Dazu gehören sowohl die Währungsrisiken einer Planung in polnischen Zloty als auch weitere länderspezifische Risiken aufgrund der regional breit aufgestellten Aktivitäten der PBKM.
456. Da die in polnischen Zloty aufgestellte Unternehmensplanung der PBKM bzw. die sich ergebenden Free Cashflows mittels Forward-Rates in EUR umgerechnet werden (vgl. Kapitel 6.5.1), muss das Währungsrisiko einer Planung in polnischen Zloty nicht mehr in den Kapitalkosten berücksichtigt werden, sondern ist bereits in den zu diskontierenden finanziellen Überschüssen abgebildet. Die Umrechnung in EUR führt außerdem dazu, dass analog zur Bewertung der Vita 34 deutsche Kapitalkostenparameter (Basiszinssatz, Marktrisikoprämie) zur Anwendung kommen.
457. Die regional weit diversifizierten Aktivitäten der PBKM und damit einhergehende politische, regulatorische und länderspezifische gesamtwirtschaftliche Risiken werden mit Hilfe einer Länderrisikoprämie in den Eigenkapitalkosten berücksichtigt.

### 6.4.1. Eigenkapitalkosten

458. Da die in Polnischen Zloty aufgestellte Unternehmensplanung der PBKM bereits mittels Forward-Rates in EUR umgerechnet wurde, ergeben sich die Eigenkapitalkosten der PBKM gemäß CAPM aus dem risikolosen deutschen Basiszinssatz zuzüglich eines Risikozuschlags, der sich aus dem verschuldeten Betafaktor und der deutschen Marktrisikoprämie sowie einer für die PBKM individuell abgeleiteten Länderrisikoprämie zusammensetzt.

#### 6.4.1.1. Basiszinssatz

459. Zum Bewertungsstichtag wird von einem einheitlichen Basiszinssatz von 0,3% ausgegangen.<sup>62</sup>

---

<sup>61</sup> In Bezug auf die grundsätzliche Ableitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten im Rahmen der Bewertung wird auf die Ausführungen in Kapitel 5.4. verwiesen.

<sup>62</sup> Zur Ableitung des risikolosen Basiszinssatzes vgl. Kapitel 5.4.1.1.

6.4.1.2. Risikozuschlag

**Marktrisikoprämie**

460. Analog zur Bewertung der Vita 34 wird auf Basis eigenständiger Untersuchungen der Gesamtrenditen am Kapitalmarkt und der Empfehlungen des FAUB für die Bewertung der PBKM eine Marktrisikoprämie von 8,0% vor persönlichen Steuern für angemessen erachtet.<sup>63</sup>

**Betafaktor**

461. Die Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmens- und branchenspezifische Risiko wird nach dem CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.

462. Da die PBKM ein börsennotiertes Unternehmen ist, wird zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors zunächst der eigene Betafaktor der PBKM bestimmt. Der firmeneigene Betafaktor der PBKM wird auf Basis von Daten der Datenbank Capital IQ abgeleitet. Als Vergleichsindex dient der Warschauer Börsenindex der 20 größten polnischen Unternehmen (im Folgenden: WIG 20 Index), der den breitesten, lokalen Vergleichsindex repräsentiert. Jedoch ergeben die statistischen Analysen, dass der eigene Betafaktor der PBKM nicht belastbar ist und keine zeitliche Stabilität aufweist. Dies ist auch bei Analysen anhand anderer Vergleichsindizes der Fall.

Ableitung des Betafaktors		Beta verschuldet		Fremdkapitalquote		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre 2017 - 2 Jahre 2021		5 Jahre 2017 - 2 Jahre 2021		5 Jahre 2017 - 2 Jahre 2021		5 Jahre 2017 - 2 Jahre 2021	
		2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020
Unternehmen	Index	monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich
Cordlife Group Limited	OMSCI Singapore	0,57	0,70	10%	7%	0,1x	0,1x	0,62	0,69
BIONET Corp.	Taiwan TAIEX Index	1,25	0,98	1%	1%	0,0x	0,0x	1,25	0,98
Cryo-Cell International, Inc.	S&P 500	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
MEDIPOST Co., Ltd.	South Korea Kospi Composite Index	1,00	0,76	5%	8%	0,1x	0,1x	0,97	0,73
CryoLife, Inc.	S&P 500	1,56	1,25	20%	22%	0,3x	0,3x	1,36	1,11
Global Cord Blood Corporation	Hang Seng Index	0,76	n.a.	7%	n.a.	0,1x	n.a.	0,73	n.a.
Cryosite Limited	S&P/ASX All Ordinaries Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Min		0,57	0,70	1%	1%	0,0x	0,0x	0,62	0,69
Median		1,00	0,87	7%	7%	0,1x	0,1x	0,97	0,86
Mean		1,03	0,92	9%	9%	0,1x	0,1x	0,99	0,88
Max		1,56	1,25	20%	22%	0,3x	0,3x	1,36	1,11
<b>PBKM S.A.</b>	<b>WIG 20 Index</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>

463. Der Betafaktor soll das systematische Risiko eines Unternehmens widerspiegeln. Daher wird für die PBKM eine Analyse der unverschuldeten Betafaktoren der am besten vergleichbaren Peer Group-Unternehmen vorgenommen. Die auf Basis der Geschäftstätigkeit am besten vergleichbaren Peer Group Unternehmen der PBKM sind Cordlife Group Limited, BIONET Corp., Cryo-Cell International, Inc., MEDIPOST Co., Ltd. und Global Cord Blood Corporation. Zusätzlich wird aufgrund der hohen Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle der PBKM und der Vita 34 neben den Betafaktoren der am besten vergleichbaren Peer Group Unternehmen auch der für Vita 34 angesetzte Betafaktor berücksichtigt, um einen für PBKM geeigneten Betafaktor zu bestimmen. Über einen 5-Jahres-Zeitraum mit monatlichen Renditen und einen 2-Jahres-Zeitraum mit wöchentlichen Renditen liegen die unverschuldeten Betafaktoren der am besten vergleichbaren

<sup>63</sup> Zur Begründung der Ableitung der MRP vgl. Kapitel 5.4.1.2.

Peer Group Unternehmen in einer Bandbreite von 0,62 bis 1,36. Der Durchschnitt (arithmetisches Mittel) ergibt einen Betafaktor zwischen 0,88 und 0,99. Der für Vita 34 angesetzte Betafaktor liegt bei 1,0.

464. Unter Berücksichtigung des zukünftigen Risikos des Geschäftsmodells der PBKM v.a. im Bereich der neuen Initiativen mit hohen Wachstumsraten, des hohen Umsatzanteils der neuen Initiativen im Verhältnis zum Bestandsumsatz, der relativ hohen Umsatzbeiträge in unterschiedlichen volatilen Währungen (polnischer Zloty, türkische Lira, ungarischer Forint, etc.) sowie der Entwicklung am Kapitalmarkt vor und während der Covid-19-Pandemie wird ein unverschuldeter Betafaktor am oberen Ende der ermittelten Bandbreite i.H.v. 1,00 festgelegt. Dieser liegt in der Bandbreite der am besten vergleichbaren Peer Group-Unternehmen und aufgrund des vergleichbaren Risikoprofils der Unternehmensplanung der PBKM auf dem gleichen Niveau wie der für Vita 34 angesetzte Betafaktor.

## Länderrisikoprämie

465. Um die regional weit diversifizierten Aktivitäten der PBKM und damit einhergehende politische, regulatorische und länderspezifische gesamtwirtschaftliche Risiken zu berücksichtigen, wird in den Kapitalkosten eine Länderrisikoprämie angesetzt. Die Länderrisikoprämie bezieht sich auf das Risiko ausländischer Geschäftstätigkeiten im Vergleich zur Geschäftstätigkeit in Deutschland, da auch für die PBKM deutsche Kapitalkostenparameter zur Anwendung kommen.

Die Länderrisikoprämie wurde für jedes einzelne Land, in dem die PBKM aktiv ist, separat ermittelt und anhand des entsprechenden Umsatzanteils gewichtet. Aus dem Vorgehen lässt sich eine umsatzgewichtete Länderrisikoprämie für die PBKM i.H.v. 1,81% ableiten.<sup>64</sup>

466. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 8,0%, des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 1,0 und der Länderrisikoprämie von 1,81% ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. rd. 10,1%.

467. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten betragen bei einer Marktrisikoprämie i.H.v. 8,0% und einem unverschuldeten Betafaktor von 1,0 somit:

$$0,3\% + 1,00 \times 8,0\% + 1,81\% = 10,11\%$$

## 6.4.2. Fremdkapitalkosten

468. Die effektiven Fremdkapitalkosten werden für den Planungszeitraum von 2020 bis 2025 sowie für die Konvergenz- und Fortführungsphase periodenspezifisch ermittelt. Die jährlichen effektiven Fremdkapitalkosten werden als Zinsaufwand eines Jahres im Verhältnis zu den verzinslichen Verbindlichkeiten zu Jahresbeginn ermittelt. Diese bewegen sich für die PBKM in diesem Zeitraum in einer Bandbreite von 2,6% bis 3,6%.

---

<sup>64</sup> Vgl. Kapitel 5.4.1.2. zur Ermittlung der Länderrisikoprämie.

6.4.3. Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)

469. Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) werden aus den ermittelten Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten, gewichtet mit den periodenspezifischen Marktwerten des Eigen- und Fremdkapitals ermittelt und bewegen sich für PBKM innerhalb der Detailplanungs- und Konvergenzphase in einer Bandbreite von 10,0% bis 10,8% bei einem Betafaktor von 1,0.

6.4.4. Wachstumsabschlag

470. Die Kapitalkosten müssen in der Fortführungsphase technisch um einen Wachstumsabschlag korrigiert werden, um die geplanten langfristigen Wachstumserwartungen zu berücksichtigen. Dieses nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag in den Kapitalkosten abbilden. Analog zur Herleitung und zum Ansatz der unter Kapitel 6.2 beschriebenen Wachstumsrate der nachhaltigen finanziellen Überschüsse wird in den Kapitalkosten ein Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente i.H.v. 1,25% festgesetzt.

6.5. Stand Alone-Bewertung

471. Auf Basis der angepassten Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der angepassten Plan-Bilanzen<sup>65</sup> werden im Folgenden die Free Cashflows der PBKM abgeleitet, um den Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) sowie den Wert des Eigenkapitals der PBKM unter Berücksichtigung von Sonderwerten anhand der DCF-Methode zu bestimmen. Dieser Wert wird anschließend anhand der Multiplikator-Methode plausibilisiert.

6.5.1. DCF-Wert (WACC-Ansatz)

472. Die Ableitung der Free Cashflows der PBKM auf Basis der angepassten Unternehmensplanung<sup>66</sup> stellt sich wie folgt dar:

Ableitung der Free Cashflows in PLN Tsd.	Planung					Konvergenz				TV
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
<b>EBIT</b>	-4.870	19.430	48.666	83.869	120.814	135.566	146.240	153.919	155.843	157.791
+ Zinserträge	99	87	81	82	102	114	124	130	132	134
<b>Angepasstes EBIT</b>	-4.771	19.518	48.746	83.951	120.916	135.680	146.364	154.049	155.975	157.924
- Adjustierte Steuern (EBIT*effektive Steuerquote)	906	-3.708	-9.262	-15.951	-22.974	-25.779	-27.809	-29.269	-29.635	-30.006
<b>NOPLAT</b>	-3.864	15.809	39.484	68.000	97.942	109.901	118.555	124.780	126.340	127.919
+ Abschreibungen	17.280	18.144	21.977	24.732	25.294	28.134	32.031	33.713	34.135	34.561
- Bruttoinvestitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen	-16.378	-14.515	-43.680	-19.785	-20.235	-30.692	-33.424	-35.179	-38.123	-38.600
-/(+) Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-524	-19.292	-30.415	-37.310	-21.657	14.112	11.533	7.185	-1.626	-1.646
-(+) Veränderung des investierten Kapitals	377	-15.664	-52.119	-32.364	-16.598	11.554	10.140	5.720	-5.614	-5.684
<b>Free Cashflow (FCF)</b>	-3.487	146	-12.634	35.636	81.344	121.455	128.695	130.499	120.725	122.234

473. Das Äquivalenzprinzip bei Bewertungen erfordert eine Währungskonsistenz zwischen den Cashflow-Prognosen und dem anzuwendenden Diskontierungszinssatz (Kapitalkosten). Daher werden die Prognosen der Cashflows in PLN für Bewertungszwecke in EUR umgerechnet. Die geeigneten Wechselkurse für die Umrechnung der in der Zukunft zu erhaltenden Cashflows

<sup>65</sup> Vgl. Kapitel 6.1. und 6.2. sowie 6.3.

<sup>66</sup> Vgl. Kapitel 6.1. und 6.2. sowie 6.3.

sind Devisenterminkurse („Forward-Rates“). Ein Terminkurs ist ein heute vereinbarter Devisenkurs, der zu einem vereinbarten zukünftigen Zeitpunkt angewendet wird, um einen Cashflow von einer Währung in eine andere Währung umzurechnen. Für Unternehmensbewertungszwecke werden Terminkurse typischerweise unter Verwendung der sogenannten gedeckten Zinsparität geschätzt, die auf die Zinskurven der risikofreien Zinssätze des jeweiligen Währungspaars angewendet wird. Ökonomisch gesehen stellt ein unter Verwendung der gedeckten Zinsparität abgeleiteter Terminkurs einen effektiven zukünftigen Wechselkurs dar, den sich ein Investor heute sichern kann, indem er die risikolosen Zinssätze des jeweiligen Währungspaars für die jeweiligen Laufzeiten aufnimmt und investiert.

474. Da die Unternehmensplanung der PBKM in polnischen Zloty erstellt wird, wurden die resultierenden Free Cashflows anhand ermittelter Forward-Rates in EUR umgerechnet. Erst nach Umrechnung der Free Cashflows ist das Äquivalenzprinzip gegeben und es können die Free Cashflows mit sachgerechten deutschen Kapitalkostenparametern (Basiszinssatz, Markttrisikoprämie) inkl. einer Länderrisikoprämie diskontiert werden. Diese periodenspezifischen gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten werden für die Diskontierung der Free Cashflows verwendet.
475. Für die Bewertung mit einer Markttrisikoprämie von 8,0% und einem Betafaktor von 1,0 ergibt sich ein Unternehmensgesamtwert i.H.v. EUR 178,8 Mio. zum 31. Dezember 2020:

Wertableitung des DCF-Werts (WACC-Ansatz) in Zloty Tsd. und Umrechnung in EUR Tsd.	Planung					Konvergenz				TV
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Free Cashflow (zustehend)	-3.487	146	-12.634	35.636	81.344	121.455	128.695	130.499	120.725	122.234
Währungsumrechnung	4.571	4.625	4.707	4.805	4.913	4.913	4.913	4.913	4.913	4.913
Free Cashflow in EUR	-763	32	-2.684	7.417	16.557	24.722	26.195	26.563	24.573	24.880
Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)	10,81%	10,83%	10,03%	10,02%	10,04%	10,09%	10,09%	10,09%	10,09%	10,09%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,25%
WACC nach Wachstumsabschlag	10,81%	10,83%	10,03%	10,02%	10,04%	10,09%	10,09%	10,09%	10,09%	8,84%
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	4,7
Barwert der Free Cashflow	-688	26	-1.986	4.989	10.120	13.725	13.210	12.167	10.224	117.042
Unternehmensgesamtwert zum 31. Dezember, 2020	178.827									

## 6.5.1.1. Marktwert des Fremdkapitals

476. Der Marktwert des Fremdkapitals zum Bewertungsstichtag wird vereinfachend anhand des Buchwerts des Fremdkapitals in der für die Bewertung relevanten Aufsatzbilanz der PBKM zum 31.12.2020 bestimmt. Es liegen keine Anhaltspunkte vor, die für eine Abweichung des Marktwerts des Fremdkapitals zu dessen Buchwert sprechen. Demnach beträgt der Marktwert des Fremdkapitals EUR 27,7 Mio. zum Bewertungsstichtag.

## 6.5.1.2. Minderheiten

477. Die PBKM ermittelt in der Unternehmensplanung das auf Minderheiten entfallende Jahresergebnis. Das auf Minderheiten entfallende Ergebnis wurde bei der Ableitung des DCF-Werts nicht berücksichtigt und wird als Sonderwert vom DCF-Wert in Abzug gebracht.
478. Der Wert der Minderheiten beträgt zum 31. Dezember 2020 EUR 4,2 Mio. bei einem Betafaktor von 1,0.



6.5.1.3. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

479. Gemäß Aussagen des PBKM-Managements bestehen zum Bewertungsstichtag steuerliche Verlustvorträge von rd. EUR 7,5 Mio. in Spanien, rd. PLN 0,8 Mio. in der Türkei und rd. PLN 0,6 Mio. in der Schweiz. Der Barwert der steuerlichen Verlustvorträge beträgt zum Bewertungsstichtag rd. EUR 1,1 Mio. und ist in der Ableitung des Marktwerts des Eigenkapitals zu berücksichtigen.
480. Im Rahmen der Analysen wurde die über die operative Mindestkasse hinausgehende überschüssige Liquidität als Sonderwert identifiziert. Als Mindestkassenanforderung wurde eine in Abstimmung mit dem Management operativ notwendige Mindestkasse i.H.v. 10,0% der Umsatzerlöse ermittelt. Im letzten historischen Jahr 2019 wurde die überschüssige Liquidität in der Bilanz bereinigt und gegen das Eigenkapital gebucht. Der Wert der überschüssigen Liquidität von EUR 35,3 Mio. zum 31. Dezember 2020 wird als Sonderwert auf den Unternehmensgesamtwert hinzugerechnet.
481. Zusätzlich wurde die Beteiligung der PBKM an der Vita 34 von 3,87% des Aktienkapitals als Sonderwert berücksichtigt.
482. Ein weiterer Sonderwert ergibt sich aus den von CryoSave übernommenen Proben. In Folge der Insolvenz der CryoSave hat die FamiCord Suisse Proben von CryoSave Kunden übernommen und lagert diese auf eigene Kosten über die ursprüngliche Vertragslaufzeit mit CryoSave und erwartet, dass diese Kunden Anschlussverträge mit FamiCord Suisse abschließen. In Summe verfügt FamiCord Suisse über ca. 330 Tsd. ehemalige CryoSave Proben. Die Überführung dieser Kunden zu FamiCord Suisse könnte ein großes Potenzial für PBKM bieten, was hier nicht näher quantifiziert wird.
483. Für die Bestimmung des Sonderwerts wird vereinfachend davon ausgegangen, dass nur ein geringer Teil der ehemaligen CryoSave Verträge zu FamiCord Suisse überführt werden und erst nach 5 Jahren in 2025 zu Umsatzerlösen beitragen. Es ergibt sich ein Sonderwert von EUR 1,46 (PLN 6,66) pro Aktie aus den übernommenen CryoSave Verträgen.
484. Weiteres betriebsnotwendiges Vermögen wurde bei der Analyse und den Gesprächen mit dem PBKM-Management nicht identifiziert.

6.5.1.4. Wert des Eigenkapitals

485. Bei Anwendung eines Betafaktors von 1,0 beträgt der Wert des Eigenkapitals zum 13. Juli 2021 unter Berücksichtigung des Marktwerts des Fremdkapitals, der Minderheiten, der steuerlichen Verlustvorträge, der überschüssigen Liquidität sowie der Sonderwerte aus den bisher übernommenen CryoSave Verträgen und aus der Beteiligung an der Vita 34 insgesamt EUR 212,4 Mio. Dies entspricht bei rd. 9,45 Mio. ausstehenden Aktien einem Wert von EUR 22,48 je PBKM-Aktie.

in EUR Tsd.

<b>Enterprise Value zum 31. Dezember 2020</b>	<b>178.827</b>
- Verzinsliche Verbindlichkeiten	-27.661
- Anteil Minderheiten	-4.229
+ überschüssige Liquidität	35.302
+ Sonderwerte	17.623
<b>Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2020</b>	<b>199.863</b>
Aufzinsungsfaktor	1,06
<b>Wert des Eigenkapitals zum 13. Juli 2021</b>	<b>212.370</b>
Anzahl Aktien (Tsd., voll verwässert)	9.447
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>22,48</b>

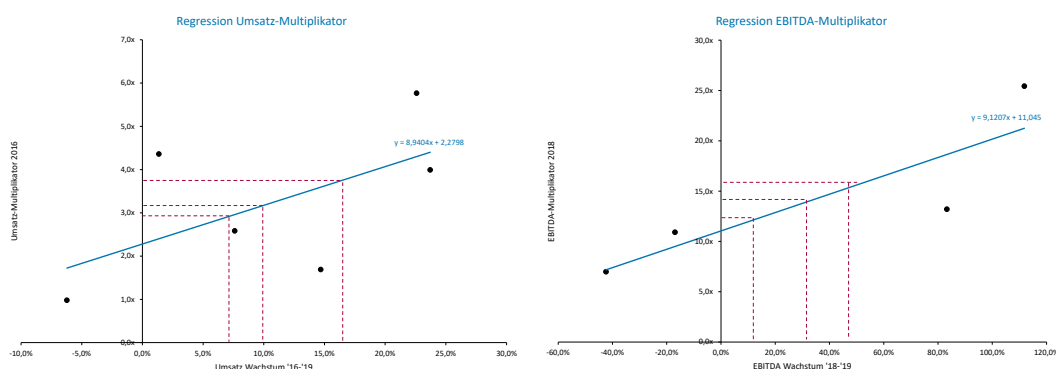
## 6.5.2. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

### 6.5.2.1. Börsen-Multiplikatoren

486. Analog zur Multiplikator-Analyse der Vita 34 ist auch bei der Multiplikator-Bewertung der PBKM die Datenbasis für eine belastbare Analyse zukunftsgerichteter Multiplikatoren nicht ausreichend groß, sodass auch diese anhand von vergangenheitsorientierten Multiplikatoren erfolgt. Daher werden zunächst alle identifizierten Peer Group Unternehmen in die Multiplikator-Analyse einbezogen. Die nachfolgenden Analysen basieren auf den historischen Multiplikatoren der Jahre 2015, 2016, 2017, 2018 und 2019.

487. Die für die vergleichende Bewertung der PBKM verwendeten Multiplikatoren wurden – wie im Falle der Vita 34 – anhand von Regressionen abgeleitet.

488. Bei der Bestimmung der Wertbandbreiten für die PBKM auf Basis der Umsatz-Multiplikatoren wurden die historischen Umsatz-Multiplikatoren der Peer Group gegen das Umsatzwachstum der folgenden Jahre aller Peer Group Unternehmen regressiert und daraus ein Umsatz-Multiplikator für die PBKM bestimmt. Bei der Bestimmung der Wertbandbreiten auf Basis der EBITDA-Multiplikatoren wurden die historischen EBITDA-Multiplikatoren der Peer Group gegen das EBITDA-Wachstum der folgenden Jahre aller Peer Group Unternehmen regressiert und daraus ein EBITDA-Multiplikator für die PBKM abgeleitet.



489. Aus der Regressionsanalyse werden die Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren für die PBKM für die Jahre 2023, 2024 und 2025 abgeleitet und angewendet, da sich das Unternehmen erst zu diesem Zeitpunkt an normalisierte Margen und Wachstumsraten annähert.

490. Die aus den Regressionsanalysen abgeleiteten Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren stellen im Anschluss die Ausgangsbasis für die Ermittlung des Eigenkapitalwertes der PBKM anhand von Börsen-Multiplikatoren dar. Die Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren für der Jahre 2023, 2024 und 2025 werden anhand der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) der PBKM auf das Jahr 2020 diskontiert.
491. Auf Basis der ausgewählten Multiplikatoren resultieren Wertunter- und Wertobergrenzen des Unternehmensgesamtwerts. Zur Überleitung vom Unternehmensgesamtwert auf den Wert des Eigenkapitals werden die verzinslichen Verbindlichkeiten und die Minderheiten abgezogen sowie Sonderwerte addiert.
492. Bei der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode werden nach gängiger Bewertungspraxis Prämien (z.B. Übernahmepremien) und Abschläge (z.B. Liquiditätsabschlag) auf die mit Börsen-Multiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals berücksichtigt. Für die konzeptionellen Ausführungen hierzu wird auf Kapitel 5.5.2 verwiesen.
493. Da Gegenstand der vorliegenden Bewertung ein Mehrheitsanteil (100%) an der PBKM ist, wird auf die anhand der Börsen-Multiplikatoren ermittelten Wertbandbreiten eine finanzielle Kontrollprämie von 10% angewendet. Hingegen wird kein Liquiditätsabschlag aufgrund einer erschweren Handelbarkeit der Aktie unterstellt, da die PBKM börsennotiert ist.
494. Auf Basis der Bezugsgröße Umsatz liegt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach Kürzung des Unternehmensgesamtwerts um verzinsliche Verbindlichkeiten und Minderheiten, sowie der Hinzurechnung von Sonderwerte und unter Berücksichtigung einer finanziellen Kontrollprämie i.H.v. 10% zwischen EUR 224,5 Mio. und EUR 238,0 Mio. zum Bewertungsstichtag. Unter Berücksichtigung der Aktienanzahl von rd. 9,45 Mio. Aktien resultiert eine Wertbandbreite von EUR 23,76 bis EUR 25,20 je PBKM-Aktie.

in PLN Tsd.

Ausgewählte Multiplikatoren	Multiples aus Regressionen	Diskontierte Multiples	Bezugsgröße PBKM (PLN)	Wertableitung	
				Wert (PLN)	
Umsatz-Multiplikator 2023	3,8x	2,8x	318.482	891.800,7	
Umsatz-Multiplikator 2024	3,3x	2,2x	398.346	881.835,3	
Umsatz-Multiplikator 2025	3,1x	1,8x	456.563	835.598,5	
				Min	Max
<b>Unternehmensgesamtwert (Ø)</b>				<b>835.599</b>	<b>891.801</b>
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-126.281	-126.281
- Anteil Minderheiten				-19.307	-19.307
+ überschüssige Liquidität				161.166	161.166
+ Sonderwerte				80.457	80.457
<b>Wert des Eigenkapitals (vor Prämien und Abschlägen)</b>				<b>931.633</b>	<b>987.835</b>
+ Kontrollprämie (10%)				93.163	98.783
<b>Wert des Eigenkapitals (PLN)</b>				<b>1.024.796</b>	<b>1.086.618</b>
<b>Wert des Eigenkapitals (EUR)</b>				<b>224.473</b>	<b>238.015</b>
Anzahl Aktien (Mio.)				9,4	9,4
<b>Wert je Aktie (PLN)</b>				<b>108,48</b>	<b>115,03</b>
PLN/EUR				0,22	0,22
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>				<b>23,76</b>	<b>25,20</b>

495. Auf Basis der Bezugsgröße EBITDA liegt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach Kürzung des Unternehmensgesamtwerts um verzinsliche Verbindlichkeiten und Minderheiten, sowie der Hinzurechnung von Sonderwerte und unter Berücksichtigung einer finanziellen Kontrollprämie i.H.v. 10% zwischen EUR 222,6 Mio. und EUR 279,0 Mio. zum Bewertungsstichtag. Unter Berücksichtigung der Aktienanzahl von rd. 9,45 Mio. Aktien resultiert eine Wertbandbreite von EUR 23,57 bis EUR 29,54 je PBKM-Aktie.

In PLN Tsd.

Ausgewählte Multiplikatoren	Multiples aus Regressionen	Diskontierte Multiples	Bezugsgröße PBKM (PLN)	Wertableitung	
				Wert (PLN)	
EBITDA-Multiplikator 2023	15,9x	11,7x	70.642	827.946	
EBITDA-Multiplikator 2024	14,2x	9,4x	108.601	1.022.567	
EBITDA-Multiplikator 2025	12,1x	7,3x	146.108	1.062.090	
				Min	Max
<b>Unternehmensgesamtwert (Ø)</b>				<b>827.946</b>	<b>1.062.090</b>
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-126.281	-126.281
- Anteil Minderheiten				-19.307	-19.307
+ überschüssige Liquidität				161.166	161.166
+ Sonderwerte				80.457	80.457
<b>Wert des Eigenkapitals (vor Prämien und Abschlägen)</b>				<b>923.980</b>	<b>1.158.124</b>
+ Kontrollprämie (10%)				92.398	115.812
<b>Wert des Eigenkapitals (PLN)</b>				<b>1.016.378</b>	<b>1.273.937</b>
<b>Wert des Eigenkapitals (EUR)</b>				<b>222.629</b>	<b>279.045</b>
Anzahl Aktien (Mio.)				9,4	9,4
<b>Wert je Aktie (PLN)</b>				<b>107,59</b>	<b>134,86</b>
PLN/EUR				0,22	0,22
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>				<b>23,57</b>	<b>29,54</b>

6.5.2.2. Transaktions-Multiplikatoren

496. Analog zur vergleichsorientierten Bewertung der Vita 34 werden Transaktions-Multiplikatoren auch bei der PBKM zu Plausibilisierungszwecken angewendet.<sup>67</sup> Da das Geschäftsmodell der PBKM und der Vita 34 sehr ähnlich sind, basiert die Multiplikator-Analyse anhand von Transaktionen auf denselben Transaktionen wie für Vita 34.

497. Es wurden dreizehn Transaktionen identifiziert, aus denen die folgenden Multiplikatoren resultieren:

Transaktionsinformationen							Multiplikatoren		
Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Land	Closing	Umsatz (LW* Mio.)	EBIT (LW* Mio.)	EBIT Marge	Unternehmens- gesamtwert (EV)	EV / Umsatz	Anteil erworben
Charles River Laboratories	HemaCare Corporation	USA	2020	35	7	21,1%	369	10,6x	100%
PBKM	Crioestaminal	Portugal	2018	6	n/a	n/a	20	3,2x	96%
Nanjing Ying Peng Hui Kang Medical	China Cord Blood Corporation	Hong Kong	2018	763	220	28,9%	7.360	9,6x	65%
Nanjing Xinjiekou	Qilu Stem Cells Engineering	China	2017	359	186	51,8%	4.500	12,5x	76%
Cordlife Group	Stemlife	Malaysia	2016	18	-3	-16,9%	42	2,3x	57%
VITA 34	StemCare	Dänemark	2015	2	n/a	n/a	2	1,2x	100%
AMAG Pharmaceuticals	CBR Systems	USA	2015	121	0	-0,1%	961	7,9x	100%
VITA 34 AG	Bio Save	Serbien	2015	2	n/a	n/a	1	0,6x	30%
Trim Medical	StemCell Institute	Japan	2015	481	67	13,9%	1.669	3,5x	57%
Insception Bioscience	Lifebank Corp.	Kanada	2012	3	0	-2,3%	3	0,9x	100%
VITA 34	BioPlanta	Deutschland	2012	2	n/a	n/a	1	0,8x	100%
Cord Blood America	Biocordcell Argentina	Argentinien	2010	1	n/a	n/a	2	2,0x	50%
VITA 34	Secuvita	Spanien	2010	7	n/a	n/a	10	1,4x	30%
Durchschnitt								4,3x	74%
Median								2,3x	76%

\*LW: Landeswährung

498. Ausgehend von den zuvor durchgeführten Analysen der Börsen-Multiplikatoren und unter Berücksichtigung der Datenverfügbarkeit der Transaktionen wird für die Bewertung anhand von Transaktions-Multiplikatoren auf den Umsatz zurückgegriffen. Wie aus der obigen Abbildung zu entnehmen ist, befinden sich die am Markt beobachtbaren Umsatz-Multiplikatoren im Median bei 2,3x und im Mittelwert bei 4,3x.

<sup>67</sup> Für methodische Ausführungen zu Transaktions-Multiplikatoren wird auf Kapitel 5.5.2.2. verwiesen.

499. Analog zur Bewertung mithilfe von Börsen-Multiplikatoren, wird als Referenzwert auf die Bezugsgröße der PBKM in den Jahren 2023 bis 2025 abgestellt und der resultierende Wert anhand der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) der PBKM auf das Jahr 2020 diskontiert. Basierend auf den ausgewählten Umsatz-Multiplikatoren ergeben sich für die PBKM die im Folgenden dargestellten Wertbandbreiten:

in PLN Tsd.	Multiple-Bandbreite		Bezugsgröße PBKM (PLN)	Wertableitung (diskontiert)	
	Median	Mittelwert		Min	Max
<b>Ausgewählte Multiplikatoren</b>					
Umsatz-Multiple 2023	2,3x	4,3x	318.482	541.756	1.034.534
Umsatz-Multiple 2024	2,3x	4,3x	398.346	614.835	1.174.085
Umsatz-Multiple 2025	2,3x	4,3x	456.563	639.408	1.221.010
<b>Unternehmensgesamtwert (Ø)</b>				<b>598.666</b>	<b>1.143.210</b>
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-126.281	-126.281
- Anteil Minderheiten				-19.307	-19.307
+ überschüssige Liquidität				161.166	161.166
+ Sonderwerte				80.457	80.457
<b>Wert des Eigenkapitals (PLN)</b>				<b>694.700</b>	<b>1.239.244</b>
<b>Wert des Eigenkapitals (EUR)</b>				<b>152.168</b>	<b>271.446</b>
Anzahl Aktien (Mio.)				9,4	9,4
<b>Wert je Aktie (PLN)</b>				<b>73,54</b>	<b>131,18</b>
PLN/EUR				0,2	0,2
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>				<b>16,11</b>	<b>28,73</b>

500. Eine Anwendung von Kontrollprämien entfällt bei der Berechnungsmethodik anhand von Transaktions-Multiplikatoren, da in den gezahlten Kaufpreisen für Mehrheitstransaktionen bereits eine Kontrollprämie enthalten ist. Da es sich bei der PBKM um ein börsennotiertes Unternehmen handelt, wurde bei den dargestellten Transaktions-Multiplikatoren äquivalent zum Vorgehen der Börsen-Multiplikatoren kein Liquiditätsabschlag angesetzt.

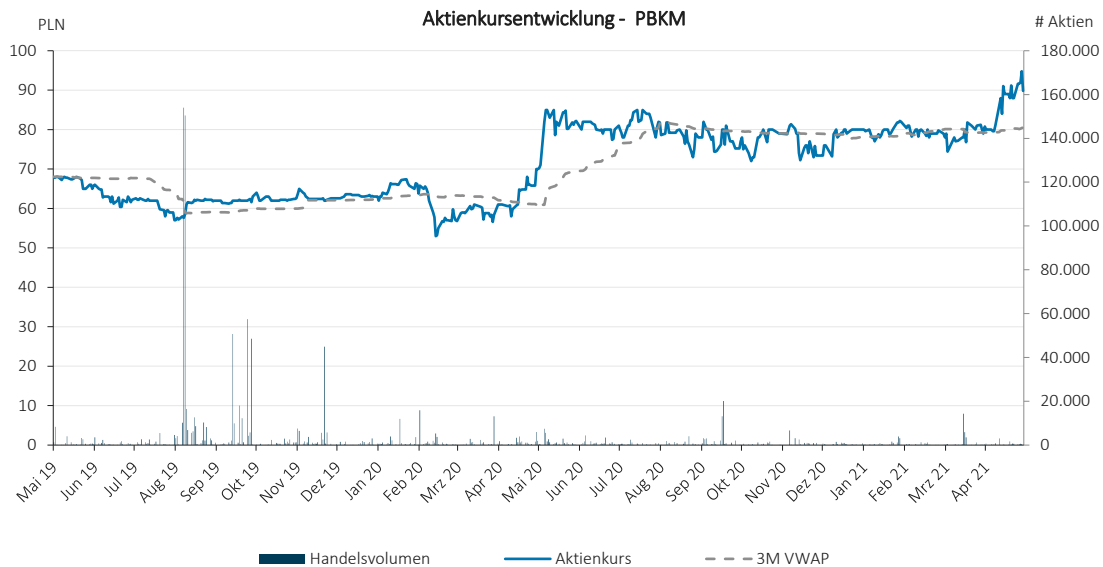
501. Der Werts des Eigenkapitals nach Kürzung des Unternehmensgesamtwerts um verzinsliche Verbindlichkeiten und der Hinzurechnung der Sonderwerte (überschüssige Liquidität und Barwertsteuerlicher Verlustvorträge) liegt zum Bewertungsstichtag zwischen EUR 152,2 Mio. und EUR 271,4 Mio. Unter Berücksichtigung der Aktienanzahl von rd. 9,45 Mio. Aktien resultiert eine Wertbandbreite zwischen EUR 16,11 und EUR 28,73 je PBKM-Aktie.

### 6.5.3. Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses

502. Gemäß IDW S 1 kann der Börsenkurs zu Plausibilisierungszwecken oder grundsätzlich als eigenständiges Bewertungsverfahren Berücksichtigung finden. Dennoch kann eine Verwendung des Börsenkurses als Grundlage des Unternehmenswerts eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung auf einer besseren und breiteren Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie z.B. der verabschiedeten Unternehmensplanung, basiert. Für das Umtauschverhältnis der Aktien von Vita 34 und PBKM bedeutet dies, dass grundsätzlich sowohl die Börsenkurse als auch der Unternehmenswert nach dem Unternehmenswertkonzept des IDW S 1 als Grundlage für die Ermittlung des Umtauschverhältnisses herangezogen werden können (vgl. Kapitel 4).

503. Die PBKM-Aktien sind unter der ISIN PLPBKM000012 zum Handel im regulierten Markt Warschauer Wertpapierbörse zugelassen.

504. In der folgenden Abbildung wird der Verlauf des Aktienkurses und des nach dem Handelsvolumen gewichteten dreimonatigen Durchschnittskurses der PBKM-Aktie vom 31. Mai 2019 bis zum letzten Stichtag für die Datenabfrage am 31. Mai 2021 dargestellt.<sup>68</sup>



505. Der Dreimonatsdurchschnittskurs (VWAP) der PBKM-Aktie beträgt EUR 17,67 (PLN 79,27) am 31. Mai 2021.<sup>69</sup> Der nach der DCF-Methode ermittelte Wert des Eigenkapitals i.H.v. EUR 22,48 (PLN 102,6) je PBKM-Aktie entspricht in Bezug auf den Dreimonatsdurchschnittskurs einer Prämie von 27,2%.

506. Insgesamt weist der Aktienkursverlauf im Betrachtungszeitraum, abgesehen von den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie Anfang 2020 sowie dem Kursanstieg Mitte 2020, keine auffälligen Sprünge auf, die auf eine Verzerrung des Börsenkurses und eine eingeschränkte Aussagekraft des Aktienkurses für den Verkehrswert der PBKM-Aktien aufgrund von außerordentlichen Ereignissen schließen lassen.

507. Im Zusammenhang mit der Aktienkursanalyse wurde ferner das tägliche Handelsvolumen sowie die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spreads) untersucht, um die Liquidität der PBKM-Aktie im Zeitablauf zu beurteilen.

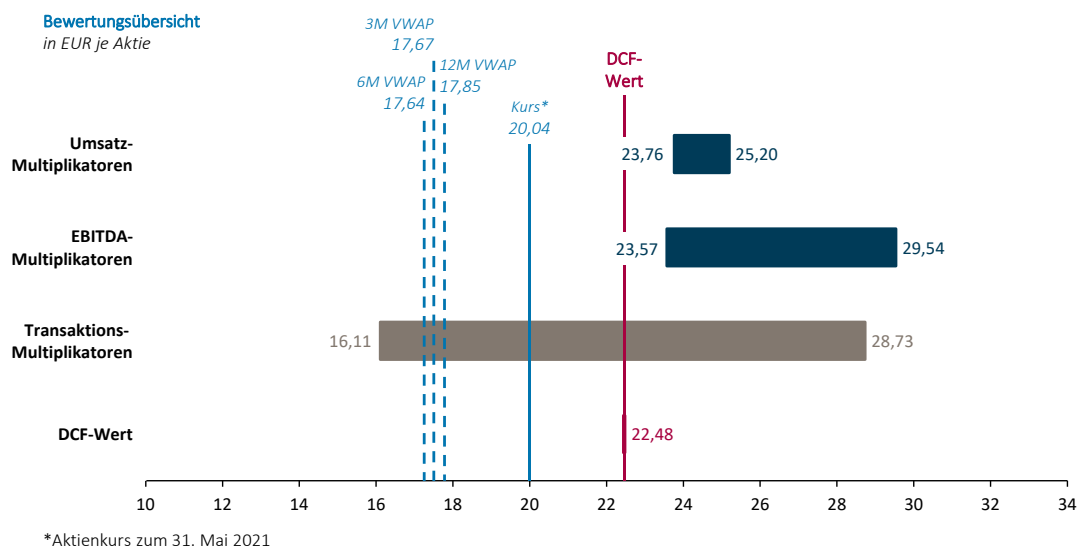
508. In der Gesamtbeurteilung liegt der Free Float größer als 5%, es fand an mehr als einem Drittel der Handelstage ein aktiver Handel statt und es wurde ein Aktienbestand pro Tag von mehr als 0,01% des gesamten Aktienbestands gehandelt. Damit sind die Kriterien der §§5,6 WpÜG Angebotsverordnung erfüllt.

<sup>68</sup> Die Abfrage der Kapitalmarktdaten einschl. des Börsenkurses erfolgt anhand der Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ.

<sup>69</sup> Der dargestellte Dreimonatsdurchschnittskurs wurde auf Basis der Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ ermittelt. Währungsumrechnungen erfolgten zum Handelsschluss der PBKM Aktie an den jeweiligen Tagen. Im Vergleich zur Berechnungsweise der BaFin können geringfügige Differenzen auftreten.

## 6.5.4. Fazit zum Stand Alone-Wert des Eigenkapitals

509. Der anhand des WACC-Ansatzes der DCF-Methode ermittelte Wert des Eigenkapitals der PBKM liegt bei EUR 212,4 Mio. bzw. EUR 22,48 je PBKM-Aktie bei einem Betafaktor von 1,00.
510. Der Wert des Eigenkapitals der PBKM wurde zudem anhand der Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren ermittelt. Die anhand der Börsen-Multiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts je Aktie auf Basis von Umsatz-Multiplikatoren beträgt zwischen EUR 23,76 und EUR 25,20 je Aktie. Auf Basis von EBITDA-Multiplikatoren resultiert eine Bandbreite zwischen EUR 23,57 und EUR 29,54 je Aktie. Zudem beträgt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals anhand der Transaktionsmultiplikatoren EUR 16,11 bis EUR 28,73 je Aktie. Aufgrund der so ermittelten Bandbreite des Werts des Eigenkapitals sind die ermittelten Werte nach der DCF-Methode als plausibel anzusehen.
511. Zudem liegt der Wert des Eigenkapitals je Aktie über dem am 31. Mai 2021 beobachtbaren Dreimonatsdurchschnittskurs (VWAP) i.H.v. EUR 17,67 (PLN 79,27).



512. Der Stand Alone Wert des Eigenkapitals der PBKM in Höhe von EUR 212,4 Mio. bzw. EUR 22,48 je Aktie ergibt sich demnach aus dem DCF-Verfahren als höherem Wert aus DCF-Verfahren und dem Dreimonatsdurchschnittskurs (VWAP). Das Ergebnis wird durch die Bandbreite der Eigenkapitalwerte auf Basis der Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren gestützt.



## 7. WÜRDIGUNG DER SYNERGIEN NACH IDW S 1

513. Der Vorstand der Vita 34 geht davon aus, infolge des Zusammenschlusses beider Unternehmen erhebliche Synergien realisieren zu können. Diese resultieren zum einen umsatzseitig, insbesondere aus der verbesserten geographischen Aufstellung der kombinierten Unternehmensgruppe, den sich gegenseitig ergänzenden Produktportfolien beider Unternehmen sowie der Möglichkeit, Ressourcen vermehrt in die Erweiterung des Marktes anstelle des gegenseitigen Wettbewerbs zu investieren. Darüber hinaus entstehen Synergien auch kostenseitig, insbesondere durch die Reduktion doppelter Kosten und der Hebung von Effizienten innerhalb der kombinierten Unternehmensgruppe. Weiterhin entstehen Synergien aus der Möglichkeit, notwendige Investitionen in neue Geschäftsbereiche nur einmal tätigen zu müssen, der höheren Kapitalbasis für weiteres Wachstum durch Akquisitionen und der zunehmenden Umstellung der Kundenverträge hin zu einem monatlichen Bezahlmodell, das zu wiederkehrenden Umsätzen führt.
514. Konkret handelt es sich u.a. um Gesamtsynergien der kombinierten Unternehmensgruppe aus Prozessoptimierung, verbesserten Einkaufsbedingungen, Kosteneinsparungen im Vertrieb und Marketing, sowie aus der Reduktion administrativer Funktionen und Anforderungen. Das aggregierte mögliche Kostensynergiepotential beziffert der Vorstand der Vita 34 auf EUR 3,1 Mio. vor Steuern pro Jahr. Darüber hinaus erwartet der Vorstand der Vita 34 Umsatzsynergien, die das Kostensynergiepotential signifikant übersteigen, aber zum aktuellen Zeitpunkt nicht verlässlich quantifiziert werden können. Die Einmalaufwendungen zum Erreichen der Synergien werden nach Einschätzung des Vorstands der Vita 34 bei weniger als EUR 1,0 Mio. liegen.
515. Dabei gehen der Vorstand der Vita 34 ebenso wie der Vorstand der PBKM davon aus, dass sämtliche Synergien erst nach Durchführung der Geplanten Transaktion entstehen und insofern echte (nicht berücksichtigungsfähige) Synergien gemäß IDW S 1 darstellen.<sup>70</sup>
516. Sofern aufgrund bis dato fehlender Grundsätze der Rechtsprechung zur Ermittlung von (angemessenen) Umtauschverhältnissen bei Sachkapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss gemäß § 255 Abs. 2 AktG aus Sicht eines Gerichtes dennoch eine Berücksichtigung echter Synergien bzw. käuferindividueller Synergien erforderlich sein sollte, ist eine Allokation der Gesamtsynergien auf Vita 34 und PBKM vorzunehmen. Zum Zeitpunkt der Erstellung der Gutachtlichen Stellungnahme liegen Vita 34 und PBKM lediglich eine erste Berechnung der Synergien vor. Eine detaillierte Synergieinventur, Quantifizierung und Allokation der Synergien unter Einbezug von gemeinsamen Arbeitsgruppen mit Vertretern beider Gesellschaften ist Vita 34 und PBKM u.a. aufgrund der damit verbundenen Preisgabe von Geschäftsgeheimnissen nicht vor Abschluss der Geplanten Transaktion möglich. Eine Verifizierung oder verursachungsgerechte Allokation der Synergien kann zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme daher nicht vorgenommen werden. Insofern ist die Allokation der Synergien wertproportional vorzunehmen, so dass das auf Basis von Stand Alone-Unternehmenswerten ermittelte Umtauschverhältnis dem Umtauschverhältnis nach Berücksichtigung der Synergien entspricht. Da das Umtauschverhältnis auf Basis von angemessenen Stand Alone-Werten des Eigenkapitals bereits

---

<sup>70</sup> Vgl. Kapitel 4.7. Berücksichtigung von Synergien nach IDW S 1.

# VALUETRUST

eine unangemessene Verwässerung bzw. einen unangemessenen Ausgabebetrag der jungen Vita 34-Aktien i.S.v. § 255 Abs. 2 AktG zum Nachteil der Vita 34-Altaktionäre ausschließt, führt auch das unter Berücksichtigung einer wertproportionalen Synergieallokation ermittelte Umtauschverhältnis nicht zu einer unangemessenen Verwässerung der Altaktionäre.

517. Zudem bleiben die Vita 34-Altaktionäre auch nach Durchführung der Transaktion an der Gesellschaft beteiligt und partizipieren an den zwischen Vita 34 und PBKM entstehenden Synergien, so dass der Wert ihrer Anteile im Vergleich zum Stand Alone-Wert ihrer Anteile vor Durchführung der Transaktion steigt.

## 8. ERMITTLUNG DES UMTAUSCHVERHÄLTNISSSES

518. Im Zusammenhang mit der Kombination der PBKM und ihrer Tochtergesellschaften unter dem Dach der Vita 34 bietet der Vorstand der Vita 34 den PBKM-Aktionären an, ihre PBKM-Aktien gegen neue Vita 34-Aktien zu tauschen. Hierzu schlagen der Vorstand und der Aufsichtsrat der Vita 34 der außerordentlichen Hauptversammlung eine Erhöhung des Grundkapitals der Vita 34 gegen Sacheinlagen unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der Aktionäre vor.
519. Zur Ermittlung Umtauschverhältnisses zwischen den Vita 34-Aktien und den PBKM-Aktien sind die nach den Grundsätzen des IDW S 1 ermittelten Stand Alone-Werte des Eigenkapitals der Vita 34 und der PBKM bzw. die daraus resultierenden Werte je Aktie zueinander ins Verhältnis zusetzen. Dabei ist der Grundsatz der Methodengleichheit ebenso zu wahren wie die aus der Rechtsprechung entwickelten Grundsätze in Bezug die Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen.
520. Maßgebliches Datum für die Ermittlung des Umtauschverhältnisses ist der Tag der über die Geplante Transaktion beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung der Vita 34 am 13. Juli 2021.
521. Die (Stand Alone) Werte des Eigenkapitals der Vita 34 sowie der PBKM auf Basis der DCF-Methode sowie die Werte je Aktie stellen sich zum 13 Juli 2021 wie folgt dar:

### Übersicht Wertrelation und Umtauschverhältnis zum 13. Juli 2021

In EUR Mio. bzw. EUR je Aktie	Wert des Eigenkapitals		Anzahl Aktien (Tsd.)		Wert je Aktie		Umtauschverhältnis
	Vita 34	PBKM	Vita 34	PBKM	Vita 34	PBKM	
DCF Punktwert	72	212	4.146	9.447	17,29	22,48	1,30 : 1

522. Auf Basis des (Stand Alone) Werts je Vita 34-Aktie in Höhe von EUR 17,29 sowie des (Stand Alone) Werts je PBKM-Aktie in Höhe von EUR 22,48 resultiert ein Umtauschverhältnis von 1,30 Vita 34-Aktien für eine PBKM-Aktie. Nach wertproportionaler Berücksichtigung der aus der Geplanten Transaktion möglicherweise entstehenden Synergien ergibt sich kein hierzu abweichendes Umtauschverhältnis. Die zur Plausibilisierung der DCF-Werte ermittelten Werte je Aktie für Vita 34 und PBKM auf Basis der Multiplikatorverfahren unterstützen das Umtauschverhältnis von 1,30.
523. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am 31. Mai 2021 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der Vita 34 am 13. Juli 2021 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf das Austauschverhältnis auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

524. Wir erstatten diese Gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen aufgrund unserer sorgfältigen Analysen sowie unter Bezugnahme auf die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte.

München, den 31. Mai 2021.



Prof. Dr. Christian Aders

Senior Managing Director  
ValueTrust Financial Advisors SE



Florian Starck

*Steuerberater*  
Senior Managing Director  
ValueTrust Financial Advisors SE

## Anlagen

### 1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen

Für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wurden von der Vita 34 u.a. die folgenden wesentlichen Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Unternehmensplanung der Geschäftsjahre 2021 bis 2025 der Vita 34 AG, verabschiedet vom Vorstand der Vita 34 AG.
- Beschlussfassung über die Geplante Transaktion im Rahmen der Aufsichtsratssitzung vom 20. Mai 2021.
- Gewinn- und Verlustrechnung nach Umsatzkostenverfahren und Gesamtkostenverfahren der Vita 34 AG, Secuvita, Vita 34 Österreich, Seracell, Vita 34 ApS für die Jahre 2018 bis 2025.
- Planungsprämissen der Unternehmensplanung der Geschäftsjahre 2021 bis 2025 (Stand 06.11.2020) der Vita 34 AG.
- Bericht des Vorstands zur Aufsichtsratssitzung am 20. November 2020, inkl. Abgleich zwischen Q3 Plan /Ist sowie FC 2020 zu Plan und Planung für die Jahre 2021 bis 2025.
- Übersicht der geplanten Investitionen und Aufwendungen für Abschreibungen für die Jahre 2021 bis 2025.
- Geschäftsberichte der Jahre 2017 bis 2020 der Vita 34 AG.
- Unternehmenspräsentationen von Vita 34 AG für den Zeitraum 2017 bis 2020.
- Aktuelle Analystenberichte der Vita 34 AG (Stand 31. Mai 2020).
- Entwurf des Berichts des Vorstands gemäß § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG zu dem Tagesordnungspunkt 1 der außerordentlichen Hauptversammlung am 13. Juli 2021 über den Grund für den Ausschluss des Bezugsrechts sowie die Begründung des vorgeschlagenen Ausgabebetrags (Stand 21. Mai 2021)

Für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wurden von der PBKM u.a. die folgenden wesentlichen Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Dem Aufsichtsrat der PBKM vorgestellte Unternehmensplanung der Geschäftsjahre 2020 bis 2025 der PBKM ohne und mit Berücksichtigung des CAR-T und Viral Vector Projekte.

# VALUETRUST

- Planung der Umsatzerlöse und der Rohertragsmarge aus der Einlagerung von ehemaligen Cryo-Save-Proben für die Geschäftsjahre 2020 bis 2025.
- Aufteilung der Umsatzerlöse nach wesentlichen Ländern für die Jahre 2020 und 2021 (Schätzung).
- Erklärungen zu den erwarteten Margen für die CAR-T und Viral Vectors Projekte für die Jahre 2021 bis 2030.
- Überleitungsrechnung der Investitionsaufwendungen mit und ohne Berücksichtigung von Akquisitionen für die Jahre 2015 bis 2020.
- Prospekt der Kapitalerhöhung (Emission 3.522.705 auf den Inhaber lautende Stammaktien der Serie M auf dem Hauptmarkt der Warschauer Börse), genehmigt durch die polnische Finanzaufsichtsbehörde am 27. Oktober 2020.
- Beschreibung des Geschäftsplanungsprozesses und Vergleich des geplanten EBITDA mit dem realisierten EBITDA für die Jahre 2015 bis 2019.
- Geschäftsberichte der Jahre 2017 bis 2020 der PBKM.
- Unternehmenspräsentationen von PBKM für den Zeitraum 2017 bis 2020.