

VITA 34 INTERNATIONAL AG

DEUTSCHLAND / GESUNDHEIT

Primary exchange: Frankfurt

Bloomberg Symbol: V3V GR

ISIN: DE000A0BL849

BEWERTUNG:	Buy
KURSZIEL:	€ 7,00
AUFWÄRTSPOTENTIAL:	58,2%
RISIKOBEWERTUNG:	Medium

VITA 34 SETZT WEITERHIN AUF EXPANSION

VITA 34 ist die älteste private Nabelschnurblut (NSB)-Bank Deutschlands und verfügt im Heimatmarkt über eine dominante Marktposition. Durch die internationale Expansion der letzten Jahre, die sich zukünftig weiter fortsetzen sollte, ist VITA 34 zudem mittlerweile zu Europas zweitgrößter privater NSB-Bank avanciert. Wachstumsperspektiven bieten sich dem Unternehmen in der zunehmenden Durchdringung des deutschen Marktes sowie der Expansion in weitere europäische Märkte. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von €7,00.

Zunehmende medizinische Bedeutung von NSB-Stammzellen NSB-Stammzellen weisen gegenüber adulten Stammzellen, die dem Knochenmark oder peripheren Blutzellen entnommen werden, überlegene Eigenschaften auf. NSB-Stammzellen sind daher zunehmend die bevorzugte Quelle bei Stammzellen-Transplantationsverfahren, insbesondere bei der Behandlung von Kindern. Zukünftiges Potenzial bietet darüber hinaus der Einsatz von NSB-Stammzellen in der regenerativen Medizin, auch wenn dies zum aktuellen Zeitpunkt noch weitestgehend theoretischer Natur ist.

Auf mittlere Sicht hat VITA 34 zwei strategische Prioritäten Erstens muss das Unternehmen die Präsenz im deutschen Heimatmarkt optimieren. Die derzeit bestehende Diskrepanz zwischen der geografischen Konzentration der Kunden und der regionalen Verteilung der Kaufkraft führt dazu, dass VITA 34 das Potenzial des deutschen Marktes nicht voll ausschöpfen kann. Zweitens wird das Unternehmen die internationale Expansion fortsetzen und sich dabei verstärkt auf unterversorgte europäische Länder konzentrieren.

Im GJ 2011 erwarten wir ein Umsatzwachstum von 7,0% und eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 5,0% Trotz der schwachen Q1-Zahlen im April stellte das Management für das GJ 2011 unverändert ein Umsatzwachstum auf über €18 Mio. sowie infolge der internationalen Expansion eine verbesserte Profitabilität in Aussicht. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir nun einen Umsatz von €18,2 Mio. (+7,0% J/J) und ein EBIT von €0,91 Mio. (+22,1% J/J). 68% des GJ 2011-Umsatzes dürften dabei auf Deutschland entfallen, wohingegen das hochmarginale Italien-Geschäft 30% zum EBIT beitragen sollte.

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
Umsätze (€ Mio.)	15,10	16,96	18,15	19,42	20,78	22,17
Jährliches Wachstum	na	12,4%	7,0%	7,0%	7,0%	6,7%
EBIT (€ Mio.)	0,16	0,74	0,91	1,55	2,18	2,55
EBIT-Marge	1,1%	4,4%	5,0%	8,0%	10,5%	11,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	0,60	0,48	0,53	0,76	1,15	1,37
GpA (verwässert) (€)	0,23	0,18	0,20	0,29	0,43	0,52
EV / Sales (x)	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
EV / EBIT	98,2	21,4	17,5	10,2	7,3	6,2
KGv (x)	19,6	24,2	22,1	15,5	10,2	8,6
DpA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF (€ Mio.)	0,42	0,03	0,17	0,42	0,66	0,77
Nettoverschuldungsgrad	0,7%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	6,06	3,69	3,54	2,96	3,62	4,39

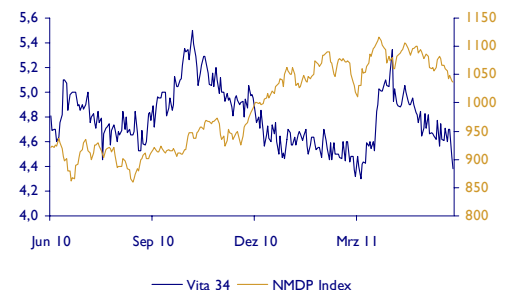
UNTERNEHMENSPROFIL

VITA 34 International AG ist eine privatwirtschaftlich organisierte Nabelschnurblutbank für die Eigenvorsorge mit Sitz in Leipzig, Deutschland. Das Unternehmen bietet werdenden Eltern die einmalige Gelegenheit, das Nabelschnurblut ihres Kindes für eine mögliche spätere medizinische Nutzung zu präparieren und einzulagern. Zum 31. März 2011 beschäftigte VITA 34 138 Mitarbeiter in Vollzeit.

HANDELSDATEN

Schlusskurs (14.06.11)	€ 4,43
Aktien im Umlauf	2,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 11,71 Mio.
52-Wochen-Höchst/Tiefstkurse	€ 5,50 / 4,30
Durchschnittliches Tagesvolumen (Jahr)	4.452

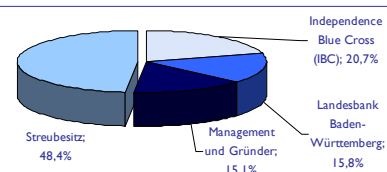
KURSÜBERSICHT



AKTIENPROFIL (Stand 31 März 2011)

Liquide Mittel	€ 2,18 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 6,90 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte (einschließlich Firmenwert)	€ 6,95 Mio.
Bilanzsumme	€ 26,58 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 4,00 Mio.
Eigenkapital	€ 18,52 Mio.

AKTIENINHABER



INHALT	SEITE
Vita 34 Übersicht	1
Investment Case.....	3
SWOT-Analyse	4
Bewertung	5
Management	6
Die Medizinische Bedeutung von Stammzellen.....	7
Nabelschnurblut-Stammzellen.....	8
Die NSB-Banken-Industrie	10
Regulatorische Rahmenbedingungen.....	11
Markt und Wettbewerb	12
Strategischer Wachstumsplan	13
Schätzungen GJ 2011	15
Gewinn- und Verlustrechnung	17
Bilanz.....	18
Cash Flow Rechnung.....	19
First Berlin Disclaimer	20



INVESTMENT CASE

WACHSTUMSBRANCHE NSB- EINLAGERUNG

Der Wert des Nabelschnurbluts als reichhaltige Quelle für hämopoetische Stammzellen (HSZ) ist heutzutage in der Wissenschaftsgemeinde wohlbekannt. NSB-Stammzellen stellen eine bevorzugte Quelle für Transplantationsverfahren dar und werden in solchen Verfahren zunehmend als Alternative zu adulten Stammzellen, die dem Knochenmark oder peripheren Blutzellen entnommen wurden, verwendet. Die daraus resultierende wachsende Nachfrage nach eingelagerten NSB-Einheiten bietet unseres Erachtens signifikantes Wachstumspotenzial, sowohl für öffentliche als auch private Nabelschnurblut-Banken.

VITA 34 DOMINIERT DEN WENIG DURCHDRUNGENEN DEUTSCHEN MARKT

VITA 34 ist die größte private Nabelschnurblut-Bank Deutschlands und unterhält mit rund 90% der deutschen Kliniken Partnerschaften. Während der deutsche Markt insgesamt groß ist, beläuft sich die Penetrationsrate bei privaten NSB-Bankdienstleistungen auf unter 3%. Die mangelnde Marktdurchdringung will VITA 34 als Wachstumstreiber nutzen – auch wenn große Marketingbemühungen und Zeit notwendig sind, um vom bisher unrealisierten Marktpotenzial zu profitieren.

VITA 34 EXPANDIERT INTERNATIONAL

Durch die Kombination aus strategischen Partnerschaften und Akquisitionen baut VITA 34 die Präsenz außerhalb Deutschlands sukzessive aus. Das Unternehmen verfügt bereits über eine Niederlassung in Spanien, einem der größten NSB-Bankenmärkte in Europa, sowie in Italien, einem der profitabelsten Märkte. Bei der internationalen Expansionsstrategie wird sich die Gesellschaft vor allem auf bisher unversorgte und bisher nicht wahrgenommene Märkte innerhalb Europas fokussieren. Aus unserer Sicht sollte der Ausbau der internationalen Aktivitäten, in Kombination mit der starken Präsenz auf dem deutschen Heimatmarkt, im Laufe der Zeit zu einer geografischen Diversifikation führen, die VITA 34 zu einem äußerst attraktiven strategischen Partner in der privaten NSB-Bankenindustrie für größere Unternehmen macht.

WICHTIGES UNTERSCHIEDUNGSMERKMAL VON VITA 34 IST DIE QUALITÄT

Standards zur Qualitätskontrolle sind im Bereich Zelltherapien von enormer Bedeutung. Der therapeutische Einsatz von Stammzellen ist nur dann erfolgreich, wenn eine hohe Anzahl an brauchbaren Zellen verwendet wird. VITA 34 hat höchste Standards zur Qualitätskontrolle eingeführt, die die von der Industrie empfohlenen Standards deutlich übertreffen. Unzureichende Qualitätskontrollen können zu unbrauchbaren eingelagerten Einheiten führen und im Bedarfsfall in einer fehlenden Verfügbarkeit hämopoetischer Stammzellen aus Nabelschnurblut resultieren. Sollte es in der Zukunft zu dem Fall kommen, dass die Proben einer Nabelschnurblut-Bank permanent zu fehlgeschlagenen Behandlungen führen, würde dies einen annähernd irreparablen Reputationsverlust für das betreffende Institut bedeuten. Dadurch, dass VITA 34 über sehr hohe Qualitätsstandards verfügt, steigt die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Behandlung durch die eingelagerten NSB-Einheiten - was folglich auch das Risiko eines Reputationsverlustes verringert.



SWOT-ANALYSE

STÄRKEN

- **Erfahrenes Management-Team** Der CEO von VITA 34, Dr. med. Eberhard Lampeter, verfügt über wissenschaftliche Expertise auf den Gebieten der Stammzellen- und der Diabetes-Forschung. Finanzvorstand Jörg Ulbrich sammelte über viele Jahre kaufmännische und Management-Erfahrungen bei VITA 34.
- **Starke Marktposition in Deutschland** VITA 34 ist die älteste und größte private Nabelschnurblut-Bank Deutschlands, deren Marktposition durch das regulatorische Umfeld und die damit verbundenen hohen Eintrittsbarrieren geschützt wird.
- **Möglichkeit zur öffentlichen Einlagerung und Reduzierung der regulatorischen Risiken** Hinsichtlich der Einlagerung zur Eigenvorsorge findet derzeit eine intensiv geführte öffentliche Ethik-Debatte statt. Auch wenn VITA 34 den Großteil der Umsätze durch dieses Geschäftsfeld erzielt, bietet das Unternehmen die Möglichkeit zur öffentlichen Einlagerung an, wodurch es vor nachteiligen Veränderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen geschützt ist.

SCHWÄCHEN

- **Hohes Deutschland-Exposure** VITA 34 erzielt einen Großteil der Umsätze in Deutschland, wodurch eine hohe Abhängigkeit vom Heimatmarkt vorhanden ist.
- **Begrenzte internationale Expansion** Im Vergleich zu Wettbewerbern fiel die internationale Expansion von VITA 34 verhalten aus. CryoSave ist mittlerweile die größte private NSB-Bank in Europa, vertreten in insgesamt 42 Ländern auf drei Kontinenten. Der Ausbau der Marktanteile könnte für VITA 34 schwierig werden, da CryoSave ebenfalls in anderen europäischen Ländern aktiv ist.
- **Statische Marktdurchdringung** VITA 34 hat sich bisher damit schwer getan, den deutschen Markt weiter zu durchdringen. Der Großteil des Umsatzes wird unverändert in der Region um den Hauptfirmensitz in Leipzig generiert, in der die Kaufkraft deutlich geringer ist als in Westdeutschland.

CHANCEN

- **NSB-Stammzellen-Einlagerung zur Eigenvorsorge ist ein Wachstumsmarkt** Die Stammzellen-Therapie ist ein aufstrebendes und dynamisches Forschungsgebiet, das über das Potenzial verfügt, sich als medizinische Behandlungsmöglichkeit der nächsten Generation für eine Vielzahl von Krankheiten zu etablieren. Durch das Fortschreiten der Wissenschaft und eine erhöhte öffentliche Wahrnehmung dürfte die Popularität des NSB-Banking weiter zunehmen.
- **Signifikantes Wachstum durch internationale Expansion** Das Unternehmen expandiert in neue Länder wie Spanien, Italien und Slowenien. Der Zugang zu neuen attraktiven Märkten sollte zu Umsatzsteigerungen führen.

RISIKEN

- **Zunehmender Preisdruck** In einigen Ländern wie Griechenland oder Spanien ist es üblich, dass Gynäkologen finanzielle Zuwendungen bekommen, wenn sie werdenden Eltern private Nabelschnurblut-Banken empfehlen. Deutsche Ärzte verlangen diese Zahlungen bisher nicht. Falls sich dies jedoch ändern sollte, könnten die EBIT-Margen unter Druck geraten oder aber das gesamte Geschäftsmodell unprofitabel werden.
- **Schwierigkeiten bei der Marktdurchdringung in Deutschland** Auch wenn die Marktdurchdringung in Deutschland im internationalen Vergleich sehr gering ist, könnte sich die Erhöhung des Bekanntheitsgrads bei werdenden Eltern als wesentlich schwieriger und teurer erweisen als bisher erwartet.
- **Makroökonomische Herausforderungen** Rezession und hohe Arbeitslosigkeit haben zu sinkenden Geburtenraten geführt. In Spanien gab es seit Mitte 2008 eine deutliche Abschwächung des Wachstums im privaten NSB-Markt. Dabei ist jedoch ungewiss, ob dies auf eine geringere Elternanzahl zurückzuführen ist, die das NSB ihres Kindes privat einlagern, oder ob eine rückläufige Geburtenzahl dafür verantwortlich ist. Angesichts anhaltender Zweifel über den Zustand der Wirtschaft in der Euro-Zone würde eine ausgedehnte Rezession sowohl die Geburtenraten als auch die Raten der NSB-Einlagerung vor allem in den Ländern negativ beeinträchtigen, die von einem schlechten Konjunkturmilieu am stärksten betroffen wären.



BEWERTUNG

Unser Kursziel für die VITA 34-Aktie lautet €7,00. Den geschätzten fairen Wert der Aktie haben wir dabei auf Basis unseres DCF-Bewertungsmodells ermittelt.

DISCOUNTED CASHFLOW-ANALYSE

Um die gewichteten Kapitalkosten (WACC) von VITA 34 zu bestimmen, benutzen wir unser proprietäres Risikomodell, das unternehmensspezifische Risiken, wie die Stärke des Managements, die Bilanz und das finanzielle Risiko, die Wettbewerbsposition sowie die Unternehmensgröße, berücksichtigt. Wir unterstellen dem Unternehmen ein hohes Risiko-Rating.

Unsere WACC-Berechnung von 11,2% basiert auf einem risikofreien Zinssatz von 3,2%, einer Marktrisikoprämie von 4,0% und einer terminalen effektiven Steuerquote von 35%. In unserem DCF-Modell benutzen wir eine Planungsperiode bis zum Jahr 2025 und unterstellen beim Terminalwert eine Wachstumsrate beim Umsatz von 2%.

Unsere DCF-Analyse ergibt einen fairen Wert von €18,5 Mio. bzw. €7,00 je Aktie.

in Tsd €	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
Nettoumsatz	18.150	19.421	20.780	22.173	23.564	24.941	26.292	27.604
NOPLAT	531	757	1.148	1.369	1.622	1.893	2.182	2.486
+ Abschreibungen	942	842	777	739	721	717	725	741
= Operativer Cashflow (netto)	1.473	1.600	1.926	2.108	2.342	2.610	2.907	3.227
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-1.276	-1.179	-1.265	-1.336	-1.406	-1.472	-1.536	-1.595
Capex	-908	-971	-1.039	-1.109	-1.178	-1.247	-1.315	-1.380
Working Capital	-369	-207	-226	-228	-227	-225	-221	-215
= Freier Cashflow (FCF)	196	421	660	772	937	1.138	1.371	1.632
GW der FCFs	185	358	504	530	579	633	686	734

in Tsd €	
GWs der FCFs explizite Periode (2011-2025)	10.025
GWs der FCFs in der Terminalperiode	7.143
Unternehmenswert (EV)	17.168
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	1.367
+ Investitionen / Anteile Dritter	339
Shareholder value	18.535

Fairer Wert je Aktie 7,00

WACC	11,2%
Eigenkapitalkosten	13,2%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	6,0%
Normaler Steuersatz	35,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,9%
EK-Anteil	78,0%
FK-Anteil	22,0%
Fairer Wert je Aktie	7,00

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	7,2%	14,89	14,63	14,32	13,96	13,52	12,96	12,26
	8,2%	12,27	12,00	11,69	11,33	10,91	10,41	9,80
	9,2%	10,31	10,07	9,79	9,46	9,10	8,67	8,16
	10,2%	8,82	8,60	8,35	8,07	7,76	7,41	7,00
	11,2%	7,64	7,45	7,24	7,00	6,74	6,45	6,12
	12,2%	6,70	6,53	6,35	6,16	5,94	5,70	5,43
	13,2%	5,93	5,79	5,64	5,48	5,29	5,10	4,88
	14,2%	5,30	5,18	5,05	4,92	4,76	4,60	4,42



MANAGEMENT

VITA 34 wird von einem erfahrenen Management-Team geführt, das sich aus Experten mit wissenschaftlicher und betriebswirtschaftlicher Expertise zusammensetzt.

VORSTAND

CEO, Dr. med. Eberhard Lampeter ist seit der Unternehmensgründung CEO der VITA 34. Dr. med. Lampeter gründete VITA 34 1997 in Leipzig. Der Gewinner des Virchow-Preises hat sich seit seinem Studium intensiv mit der Erforschung von Diabetes beschäftigt, wodurch er auf die Verwendung von Stammzellen als möglichen Therapieansatz aufmerksam wurde. Von 1990 bis 1997 war Dr. med. Lampeter Leiter des Diabetesfrüherkennungszentrums am Diabetesforschungsinstitut der Universität Düsseldorf, nachdem er zuvor am Krankenhaus München-Schwabing tätig gewesen ist. Bisher hat er bereits rund 50 wissenschaftliche Abhandlungen zu den Themen Diabetes, Immunologie und Stammzellentransplantation verfasst.

CFO, Jörg Ulbrich trat dem Vorstand im November 2009 als Finanzvorstand bei. Zuvor war er viele Jahre kaufmännischer Leiter mit Prokura. Herr Ulbrich arbeitet seit 1997 im Unternehmen und hat einen bedeutenden Anteil am Aufbau und der Entwicklung von VITA 34. Nach dem Studium des Wirtschaftsingenieurwesens war er zunächst als kaufmännischer Angestellter in einem Projektmanagement-Unternehmen tätig.

AUFSICHTSRAT

Der Aufsichtsrat von VITA 34 wird vom Vorsitzenden Dr. Holger Födisch geleitet, der auch im Vorstand der Dr. Födisch Umweltmesstechnik AG tätig ist. Stellvertretender Vorsitzender ist Richard J. Neeson, Senior Vice President bei Independence Blue Cross (IBC), der zudem Präsident und Direktor von zahlreichen IBC-Tochterunternehmen ist. Dr. med. Uwe Marx, Projektmanager bei der GO-BIO der Technischen Universität Berlin und Mitgründer von VITA 34, ist ebenfalls Mitglied des Aufsichtsrats.



DIE MEDIZINISCHE BEDEUTUNG VON STAMMZELLEN

Stammzellen kommen in multizellulären Organismen vor und zeichnen sich vor allem durch die Fähigkeit aus, sich in mehr oder weniger spezifische Zellen ausdifferenzieren zu können. Diese einzigartige Eigenschaft von Stammzellen wird als Plastizität bezeichnet. Zudem können Stammzellen sich selbst erneuern. Im menschlichen Körper gibt es drei unterschiedliche Hauptarten von Stammzellen: blutbildende Zellen, mesenchymale Zellen und neurale Zellen. Verglichen damit gibt es mehr als 200 Haupttypen differenzierter Zellen.

Blutbildende Zellen (HSZs) stellen dabei den wichtigsten Stammzellen-Typ dar. Sie sind pluripotent und können sich sowohl in rote als auch in weiße Blutkörperchen ausdifferenzieren.

Stammzellen spielen in der Medizin eine bedeutende theoretische und praktische Rolle. In der aktuellen klinischen Praxis liegt der einzig etablierte therapeutische Nutzen in der hämopoetischen Stammzelltransplantation (HSZT). Umfangreiche Forschung wird im Bereich der regenerativen Medizin betrieben, in der Stammzellen theoretisch dazu genutzt werden können, um beschädigtes Gewebe oder beschädigte Organe wiederherzustellen. Allerdings befindet sich die Forschung auf diesem Gebiet noch in der Anfangsphase und bis zur praktischen Anwendung - im Falle eines Forschungserfolgs - dürften noch Jahre vergehen.

STAMMZELLEN-TRANSPLANTATIONEN

Bei der Stammzellen-Transplantation ist - je nach Ursprung der Stammzelle - in zwei Haupttypen zu unterscheiden. Bei autolog Transplantation werden patienteneigene Stammzellen genutzt, wohingegen bei der allogenen Transplantation Stammzellen anderer Personen verwendet werden. Die Hauptkomplikation bei allogenen Transplantationen stellt die Graft-versus-host-Krankheit (GVHD) dar, bei der die transplantierten Zellen die Zellen des Wirts angreifen, da sie diese als fremd wahrnehmen. Ein GVHD-Risiko besteht auch, wenn der Spender ein enger Verwandter ist - im Falle eines nicht-verwandten Spenders ist das Risiko als sehr hoch einzustufen. Um GVHD vorzubeugen, ist es wichtig, das humane Leukozytenantigen-System (HLA) von Wirt und Spender aufeinander abzustimmen, da dieser Marker vom Immunsystem dazu genutzt wird, Fremdkörper wahrzunehmen.

REGENERATIVE MEDIZIN

Auf der theoretischen Ebene konzentriert sich die Forschung zurzeit darauf, die zukünftige Verwendung von Stammzellen innerhalb der regenerativen Medizin und zur Behandlung von Krankheiten wie Parkinson, Sklerosen, Rückenmarksverletzungen, Muskelschäden oder Krebs zu erkunden.

Mit einiger Sicherheit setzen Kunden, die NSB-Stammzellen-Einlagerung zur Eigenvorsorge betreiben, zumindest teilweise auf zukünftige Fortschritte in der Medizin. Kunden werden sie auf Grundlage der Überzeugung, dass eines Tages aus eingelagertem Nabelschnurblut hämopoetische Stammzellen gewonnen werden können, die durch neuartige Therapieansätze dazu genutzt werden, um ihre Kinder oder andere Familienmitglieder von derzeit unheilbaren Krankheiten wie Diabetes, Sklerosen oder Krebs zu heilen.



NABELSCHNURBLUT-STAMMZELLEN

Auf dem aktuellen Stand der Technik ist NSB die einzige Kombination aus einer reichhaltigen Quelle an HSZs, die kostengünstig ist und eine verlässliche Methode zur Sammlung und Konservierung darstellt.

Insbesondere im Vergleich mit Knochenmark- und peripherem Blut von Erwachsenen ist NSB eine überlegene Quelle für blutbildende Stammzellen, womit der beschleunigte Wechsel hin zur Verwendung von Nabelschnurblut-Zellen bei HSZT-Verfahren in den vergangenen Jahren zu erklären ist.

NSB IM VERGLEICH MIT ADULTEN STAMMZELLEN

Adulte Stammzellen können aus peripherem Blut, wo sie in einer sehr geringen Konzentration vorhanden sind, oder vorzugsweise aus Knochenmark gewonnen werden. NSB verfügt als Quelle gegenüber Knochenmark über fünf deutliche Vorteile:

- **Bessere Qualität.** NSB enthält weitaus mehr HSZs, und aus Nabelschnurblut gewonnene Stammzellen weisen eine höhere Aktivität als adulte Stammzellen auf.
- **Geringeres Abwehr-Risiko.** Dadurch, dass der Fötus im Mutterleib durch das Immunsystem der Mutter geschützt wird, sind die weißen Blutkörperchen im NSB weniger aktiv als die im Blut von Erwachsenen. Dadurch ergibt sich für Transplantationspatienten, die Nabelschnurblut-Stammzellen bekommen, ein deutlich geringeres Risiko hinsichtlich des Auftretens von Komplikationen wie GVHD. Im Rahmen von allogenen Transplantationen wird dadurch sogar der Einsatz von hämopoetischen Stammzellen aus Nabelschnurblut bei einer geringen HLA-Kompatibilität zwischen Wirt und Spender möglich.
- **Leichte Gewinnung.** Das Verfahren zur Gewinnung und Einlagerung von Nabelschnurblut ist für den Spender nichtinvasiv und schmerzfrei, was bei der Gewinnung aus dem Knochenmark nicht der Fall ist.
- **Einlagerung und Verfügbarkeit.** NSB kann mittels Kryokonservierung eingelagert werden. Gefrorenes NSB kann einfach transportiert und jederzeit aufgetaut und verwendet werden. Im Vergleich dazu müssen adulte Stammzellen sofort verwendet werden, da ihre Halbwertszeit lediglich einen Tag beträgt.
- **Passende Spender.** Die Suche nach einem passenden Spender kann bei Knochenmark Monate dauern, wohingegen die Suche bei gefrorenem NSB nur ein paar Tage andauert. Im Falle einer Einlagerung zur Eigenvorsorge, bei der die Suche nach einem HLA-kompatiblen Spender nicht notwendig ist, ist das gefrorene Nabelschnurblut im Bedarfsfall innerhalb weniger Stunden verfügbar.

Auf der anderen Seite gibt es im Vergleich zu Knochenmark auch zwei gravierende Nachteile bei NSB als Stammzellen-Quelle. Hervorzuheben ist, dass weltweit hunderte klinische Studien durchgeführt werden, die zum Ziel haben, verbesserte Methoden zur Verwendung von NSB-Stammzellen bei Transplantationsverfahren zu entwickeln.



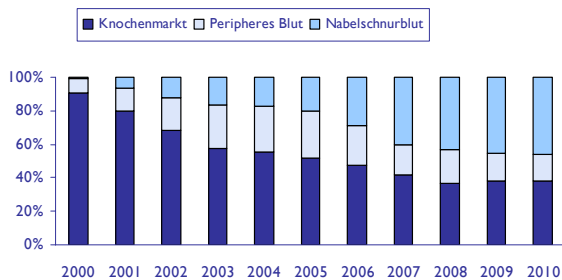
- Langsames Anwachsen.** NSB-Stammzellen brauchen länger, um sich im Spender zu vermehren und zu wachsen (Prozess wird auch als Engraftment bezeichnet). Die Zeit bis zum Engraftment ist ein kritischer Überlebensfaktor bei Transplantationspatienten. Derzeit werden klinische Studien durchgeführt, beispielsweise durch Fate Therapeutics, die untersuchen, inwiefern sich die Behandlung von Nabelschnurblut mit bestimmten Wirkstoffen auf die Engraftment-Raten und deren Dauer auswirken.
- Unzureichende Menge.** Für erwachsene Patienten könnte die NSB-Menge nicht ausreichen. Aktuell werden zwei Möglichkeiten zur Lösung dieses Problems untersucht. Eine davon sieht die Nutzung von „ex vivo“ expandierten hämopoetischen Stammzellen aus Nabelschnurblut vor, die vor der Transplantation eine zusätzliche Kultivierung von Stammzellen aus Nabelschnurblut im Labor vorsieht. Eine andere Herangehensweise sieht eine doppelte Nabelschnurblut-Transplantation vor, die eine Kombination von zwei NSB-Einheiten darstellt und so die Anzahl an HSZs erhöht. Diese voraussichtlich bessere Möglichkeit dürfte aus unserer Sicht jedoch nicht für die Kunden privater NSB-Banken zur Verfügung stehen, da diese Kunden nur Zugriff auf eine eingelagerte NSB-Einheit pro Kind haben.

STETIG WACHSENDE NUTZUNG VON NSB-STAMMZELLEN

Nach Angaben des NMDP (US National Marrow Donor Program) nimmt der NSB-Anteil bei HSZT-Verfahren weltweit stetig zu. Von den insgesamt 5.250 durch die NMDP geförderten Transplantationen (rund 10% der weltweiten Anzahl) in 2010, wiesen NSB-Stammzellen mit 22% einen Rekordwert auf - 78% entfielen auf adulte Stammzellen. Im Jahr 2000 belief sich der Marktanteil der hämopoetischen Stammzellen aus Nabelschnurblut noch auf nahezu 0%, 2005 lag dieser bei rund 10%.

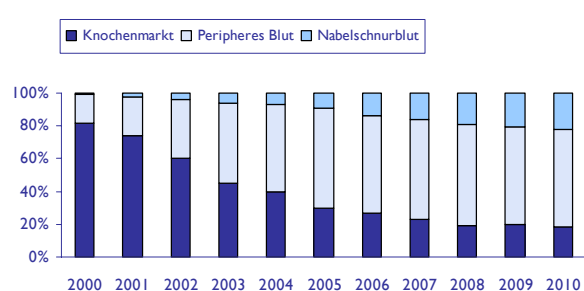
Die Geschwindigkeit der Marktdurchdringung von Nabelschnurblut-Stammzellen beschleunigt sich zunehmend, was in den letzten Jahren zu starken Marktanteilsgewinnen geführt hat. Angesichts der limitierten Verfügbarkeit wird NSB als Stammzellen-Quelle primär bei pädiatrischen Patienten verwendet, die höchstens 18 Jahre alt sind. In diesem Bereich liegt der Marktanteil bereits über dem der Alternative, der Verwendung von adulten Stammzellen.

NMDP-Transplantationen nach Stammzellen-Quelle, bei Kindern



Grafik I

NMDP-Transplantationen nach Stammzellen-Quelle, alle Patientengruppen



Quelle: National Marrow Donor Program (NMDP)



DIE NSB-BANKEN-INDUSTRIE

Die Einlagerung von NSB begann in den späten 80er Jahren, nachdem die Forschung herausgefunden hatte, dass die im Nabelschnurblut vorkommenden blutbildenden Stammzellen medizinisch sinnvoll bei Transplantationen eingesetzt werden können. Das National Marrow Donor Program, eine gemeinnützige Gesellschaft aus den USA, schätzt, dass bis 2015 weltweit rund 10.000 Nabelschnurblut-Transplantationen jährlich durchgeführt werden.

ÖFFENTLICHE VS. PRIVATE BANKEN

Um Nabelschnurblut zur Nutzung bei Transplantationsverfahren lagern zu können, wurden weltweit zahlreiche NSB-Banken gegründet. Dabei gibt es zwei unterschiedliche Bankenmodelle – öffentliche und private.

Das öffentliche Modell wird von Regierungen und gemeinnützigen Gesellschaften unterstützt. Dabei spenden Eltern Nabelschnurblut und haben in der Zukunft keine Garantie dafür, dass ihre Kinder oder andere Verwandte Zugriff darauf haben. Ziel des öffentlichen Modells ist es, einen großen globalen Speicher an gefrorenem NSB zur Nutzung bei allogenen Transplantationen aufzubauen.

Im Gegensatz dazu sind private Banken gewinnorientiert und bieten ihren Kunden entgeltlich Dienstleistungen an. Diese ermöglichen den Eltern die Einlagerung und den späteren Zugriff auf das NSB, falls es im Rahmen einer autologen Transplantation für das Kind oder im Rahmen einer allogenen Transplantation für einen Verwandten gebraucht wird.

VITA 34 bietet sowohl private als auch öffentliche Bankdienstleistungen an. Allerdings sind die privaten Dienstleistungen für einen Großteil des Umsatzes verantwortlich und bilden zudem auch den Schwerpunkt der Marketingaktivitäten des Unternehmens.

MÖGLICHE HERAUSFORDERUNGEN FÜR PRIVATE BLUTBANKEN

Das private NSB-Banking ist Mittelpunkt einer intensiven Diskussion, die sich mit den Vorzügen und den ethischen Aspekten des Geschäfts auseinandersetzt. Einige der jüngst hervorgebrachten Argumente sind:

- **Ethikdebatte.** Der Hauptkritikpunkt bei der ethischen Debatte ist die geringe Wahrscheinlichkeit, dass das eingelagerte Blut jemals für eine Behandlung verwendet wird. In einer großangelegten Studie aus dem Jahr 2008 wird geschätzt, dass die Wahrscheinlichkeit, sich während der Lebensdauer einer autologen Stammzellen-Transplantation zu unterziehen, bei 1:435 liegt. Bei allogenen Transplantationen dank Geschwistern liegt die Wahrscheinlichkeit bei 1:400, wohingegen die Wahrscheinlichkeit einer allogenen Transplantation 1:217 beträgt.
- **Limitierte Brauchbarkeit.** Im Falle bösartiger Erkrankungen wie Leukämie können NSB-Stammzellen nicht für autologe Transplantationen verwendet werden, da die NSB-Blutzellen ebenfalls die entsprechenden genetischen Mutationen aufweisen. Das Konzept der Einlagerung zur Eigenvorsorge wird dadurch im Falle einer solchen Erkrankung hinfällig.



- **Unzureichende Menge.** Die Nutzung der voraussichtlich erfolgreichen doppelten Nabelschnurblut-Transplantation könnte beim privaten Bankenmodell aufgrund der Tatsache, dass nur eine Einheit vorhanden ist, nicht möglich sein - außer privat und öffentlich gespendete Einheiten würden kombiniert.

REGULATORISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Da sich die Nabelschnurblut-Banken-Industrie mit menschlichen Organen und menschlichem Blut befasst, muss das regulatorische Umfeld streng überwacht werden. Aus unserer Sicht sind die regulatorischen Risiken der Industrie hoch. Dafür gibt es zwei unterschiedliche Gründe: Zum einen die sich kontinuierlich verändernden Standards für öffentliche und private Blutbanken, zum anderen die unter Umständen restriktiven Auflagen für private Banken.

ÄNDERUNG DER STANDARDS UND RICHTLINIEN

Jeder größere regionale NSB-Banking-Markt verfügt über veröffentlichte Richtlinien, die die Sammlung und Lagerung von Nabelschnurblut regeln. Dadurch, dass diese Richtlinien in den jeweiligen Ländern unterschiedlich formuliert sind, ist es speziell für Unternehmen, die private Blutbank-Dienstleistungen anbieten, schwierig, weltweit organisch zu wachsen. Lokale Partnerschaften und Akquisitionen stellen daher die typische Vorgehensweise bei der internationalen Expansion dar. Das öffentliche Segment der Industrie arbeitet derzeit an der Etablierung eines weltweiten Netzwerks der NSB-Banken. Ein erwähnenswertes Beispiel ist das NMDP (US National Marrow Donor Program), das aktiv ein solches Netzwerk entwickelt.

Sowohl öffentliche als auch private NSB-Banken können sich von zahlreichen Institutionen innerhalb der Branche, wie beispielsweise der American Association of Blood Banks (AABB) oder der Foundation for the Accreditation of Cellular Therapy (FACT), akkreditieren lassen. Akkreditierungen durch diese Institutionen können notwendig sein, um in bestimmten regionalen Märkten tätig zu werden.

RESTRIKTIVE GESETZGEBUNG

Die restriktive Gesetzgebung stellt vor allem für das private Bankensegment ein Risiko dar und ist daher für Unternehmen wie VITA 34 von enormer Bedeutung. Sowohl die European Group on Ethics of Science and New Technologies als auch die American Academy of Pediatrics (USA) haben negative Gutachten über das Modell der privaten Nabelschnurblut-Banken veröffentlicht. Hervorgehoben wurden dabei ethische Gründe hinsichtlich der Einlagerung zur Eigenvorsorge. Zudem sei Vorsicht geboten gegenüber den angeblich leeren Versprechungen der Privatunternehmen in Bezug auf die zukünftig sinnvolle Nutzung privat eingelagerten NSBs in bisher unerprobten Feldern wie der regenerativen Medizin. Allerdings muss betont werden, dass beide Berichte ein gesetzliches Verbot von privaten Banken ablehnen, da dies eine übermäßige Einmischung in freie Märkte darstellen würde.

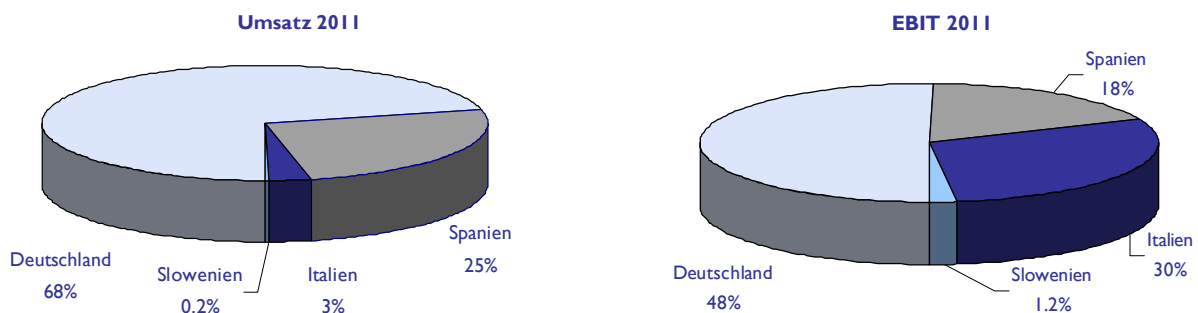
Unseres Erachtens ist ein zukünftiges Verbot des privaten NSB-Bankings in der EU äußerst unwahrscheinlich. Dennoch fällt die Regulierung in einigen Ländern bereits jetzt sehr restriktiv aus, was jedoch nicht bedeutet, dass sich dies in der Zukunft nicht noch weiter verschärfen wird. In Italien beispielsweise, einem unter Profitabilitätsgesichtspunkten wichtigen Markt für VITA 34, ist seit 2003 die Einlagerung von NSB zur Eigenvorsorge verboten. Legal ist allerdings, Nabelschnurblut in Italien zu sammeln und anschließend zur Einlagerung in ein anderes EU-Land zu exportieren. Ähnliche Vorschriften existieren auch in Frankreich.

Die Auswirkungen der restriktiven Regulierung einiger EU-Länder müssen daher nicht zwangsweise negativ für Unternehmen wie VITA 34 sein. Tatsächlich stellt das Verbot der Einlagerung zur Eigenvorsorge in Frankreich und Italien eine attraktive Exportmöglichkeit für VITA 34 und deren Wettbewerber dar. Weniger strenge Vorschriften in diesen Ländern könnten dazu führen, dass für private NSB-Banken ein hochmarginiges Geschäft wegfällt.

MARKT UND WETTBEWERB

Die NSB-Banken-Industrie ist äußerst wettbewerbsintensiv und fragmentiert. Eine geographische Fragmentierung ist kein ungewöhnliches Phänomen, wenn Länder verschiedene regulatorische Rahmenbedingungen haben. In den einzelnen regionalen Märkten sind die finanziellen Eintrittsbarrieren zwar vergleichsweise gering, bereits im Markt aktive Spieler sind allerdings durch zahlreiche andere Faktoren geschützt. Dazu zählen unter anderem qualifiziertes Personal, die Zertifizierung der guten Herstellungspraxis sowie die Marktpositionierung, bei der insbesondere Partnerschaften mit Krankenhäusern, in denen NSB gesammelt werden kann, von Bedeutung ist.

Einige Unternehmen haben es über die Jahre geschafft, international stark präsent zu sein, was vor allem aus lokalen Partnerschaften und Akquisitionen resultiert. In den Märkten, in denen VITA 34 aktiv ist, steht das Unternehmen sowohl mit internationalen als auch mit lokalen Spielern im Wettbewerb. Zu den größten internationalen Unternehmen zählen dabei die US-Gesellschaften Cryo Cell und Cord Blood America sowie die holländische CryoSave, die den europäischen Markt dominiert.



Grafik 2

Quelle: First Berlin



Deutschland und deutschsprachige Länder. Der deutsche Heimatmarkt trägt einen Großteil zu Umsatz (geschätzte 68% in 2011) und Ergebnis (geschätzte 48% in 2011) von VITA 34 bei. Dabei ist VITA 34 vor allem in der Region um Leipzig, wo sich der Firmensitz befindet, stark vertreten. In Deutschland besitzt VITA 34 mit einem geschätzten Marktanteil von über 80% eine dominante Marktposition. Hauptwettbewerber sind in Deutschland unter anderem CryoSave, Cord Blood America, SeraCell und Eticur. Darüber hinaus ist VITA 34 in Österreich und der Schweiz aktiv.

Spanien. Der zweitgrößte Markt für VITA 34 ist Spanien, wo das Unternehmen in 2010 einen 88%-Anteil am lokalen Partner SECUVITA für €4,9 Mio. übernommen hat. Spanien ist einer der wichtigsten europäischen Märkte für private NSB-Banken. Crio Cord, eine lokale Tochtergesellschaft von CryoSave, ist Marktführer in Spanien, SECUVITA hält den zweitgrößten Marktanteil.

Italien. Über eine Partnerschaft mit der Sorgente S.r.L. ist VITA 34 seit 2009 im italienischen Markt aktiv. Durch das Verbot der NSB-Einlagerung weist der italienische Markt hohe Gewinnmargen auf. Gesammelte NSB-Einheiten werden zur Einlagerung zur VITA 34 nach Leipzig exportiert. Während das Italiengeschäft von VITA 34 in 2011 schätzungsweise lediglich 3% zum Umsatz beitragen wird, wird der EBIT-Beitrag bei hohen 30% erwartet.

Slowenien. Mit rund 20.000 Geburten pro Jahr ist Slowenien ein kleiner regionaler Markt, allerdings weist der Markt eine ähnlich dynamische Profitabilitätsentwicklung wie Italien auf. VITA 34 ist seit Anfang 2009 über eine Partnerschaft mit Izvorna Celina d.o.o. im slowenischen Markt tätig.

STRATEGISCHER WACHSTUMSPLAN

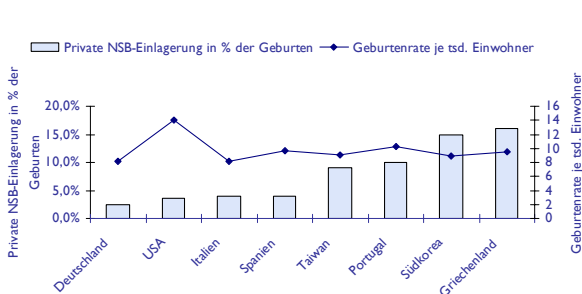
VITA 34 hat zwei strategische Prioritäten: zum einen die Ausweitung der Präsenz im Heimatmarkt und zum anderen den Ausbau des internationalen Geschäfts. Hierbei wird sich das Unternehmen auf Länder konzentrieren, die eine hohe Geburtenrate aufweisen oder deren Regulatorien den hochmargigen Export von eingelagertem NSB begünstigen.

MARKTDURCHDRINGUNG IN DEUTSCHLAND

VITA 34 will die Präsenz in Westdeutschland deutlich verbessern, da dort auch 20 Jahre nach der Wiedervereinigung die Kaufkraft deutlich höher ist als im Osten des Landes. Bisher liegt der Geschäftsschwerpunkt in Sachsen, vor allem bei Krankenhäusern in und um Leipzig, wo sich der Hauptsitz des Unternehmens befindet.

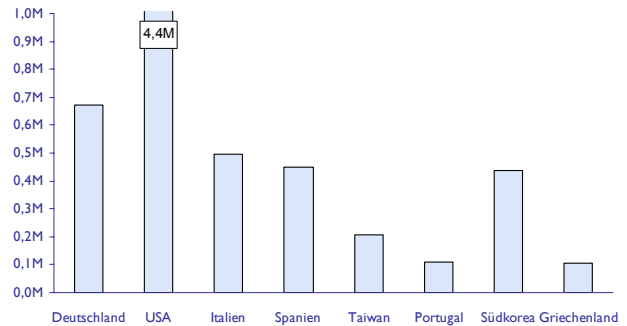
Die stärkere Durchdringung des westdeutschen Marktes stellt für VITA 34 einen signifikanten Wachstumstreiber dar. Da das Unternehmen allerdings bereits einen Marktanteil von 80% besitzt, erfordert der Ausbau des Geschäfts eine generell höhere Marktdurchdringung der NSB-Einlagerungsdienstleistungen. Um zukünftig die Penetrationsrate zu erhöhen ist eine Kombination von Aufklärungs-, Marketing- und Preisbildungsmaßnahmen notwendig. Derzeit entscheiden sich lediglich 2-3% der werdenden Eltern in Deutschland für private NSB-Bankdienstleistungen.

Geburtenrate und Rate der Marktdurchdringung privater NSB-Banken nach Land



Grafik 3

Geburtenzahl nach Land



Quelle: Eurostat, VITA 34, First Berlin

FORTSETZUNG DER INTERNATIONALEN EXPANSION

VITA 34 ist einer der wenigen Spieler in der NSB-Banken-Industrie, die es geschafft haben, sich über Ländergrenzen hinaus zu etablieren. Der weitere Ausbau der internationalen Präsenz gehört dabei zu den strategischen Prioritäten des Unternehmens. Wir erwarten aufgrund der begrenzten Ressourcen, dass kurzfristig die weitere Expansion innerhalb Europas im Mittelpunkt steht, auch wenn Länder wie die USA, Taiwan und Südkorea sehr attraktive Märkte für private Nabelschnurblut-Banken darstellen.

Unter dem Aspekt des Umsatzwachstums haben für VITA 34 vor allem Länder mit einer hohen Geburtenrate oder einer hohen Marktdurchdringung privater NSB-Bankdienstleistungen Priorität. In Europa sind in diesem Zusammenhang Griechenland (16% Marktdurchdringung privater NSB-Bankdienstleistungen) und Portugal (10% Marktdurchdringung) zu erwähnen. Wir erwarten allerdings, dass sich VITA 34 bei der weiteren Expansion in Europa auf kleinere und unterversorgte Märkte konzentrieren wird, die weniger wettbewerbsintensiv sind. Der zuletzt bekannt gegebene Eintritt in den slowakischen Markt ist ein Schritt in diese Richtung.

Mit Blick auf die Profitabilität bieten speziell Staaten, die hinsichtlich privater NSB-Einlagerungsdienstleistungen eine restriktive Gesetzgebung aufweisen, für VITA 34 die attraktive Möglichkeit des profitablen Exports der gesammelten NSB-Einheiten zum Hauptsitz des Unternehmens in Deutschland. In einem solchen Markt, Italien, ist VITA 34 bereits aktiv. Frankreich wäre ein Beispiel für einen weiteren regionalen Markt, der ähnlich restriktiv ist und daher ebenfalls Exportmöglichkeiten bietet.



SCHÄTZUNGEN GJ 2011

Q1-Zahlen unter Berücksichtigung der Saisonalität im Rahmen der Erwartungen.

Im April hat VITA 34 Zahlen für Q1 2011 veröffentlicht. Der Quartalsumsatz lag bei €3,7 Mio., ein Anstieg von 9,3% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Nach einem positiven operativen Ergebnis von €160 Tsd. im Vorjahresquartal lag das Q1-EBIT bei -€410 Tsd. Ähnlich wie im Vorjahr hat das Unternehmen in Q1 die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen deutlich reduziert, was zu einem negativen operativen Cashflow von -€2,4 Mio. führte. Die liquiden Mittel beliefen sich zum Ende des Berichtszeitraums auf €2,1 Mio.

UMSATZENTWICKLUNG

Für das Geschäftsjahr 2011 gehen wir nun von einem Umsatz von €18,2 Mio. (+7,0% J/J) aus. Dabei erwarten wir, dass sich das Geschäft in Deutschland annähernd auf dem Niveau des Vorjahres bewegt. Der positive Verlauf der internationalen Expansion sollte die Entwicklung im Heimatmarkt jedoch mehr als kompensieren - wobei allerdings ein großer Teil des erwarteten internationalen Umsatzwachstums nicht organisch ist. Die spanische Tochtergesellschaft SECUVITA wird im Geschäftsjahr 2011 über 12 Monate konsolidiert, im abgelaufenen Geschäftsjahr waren dies nur 8 Monate. Den Umsatzanteil Spaniens sehen wir im Geschäftsjahr 2011 bei 25%. Die Konsolidierung der spanischen Tochter ist größtenteils ausschlaggebend für den von uns erwarteten 7%igen Umsatzanstieg bei VITA 34 im laufenden Geschäftsjahr.

Wir erwarten, dass sich die Geschäftsaktivitäten in allen für VITA 34 wichtigen regionalen Märkten in diesem Jahr annähernd auf dem Niveau des Vorjahres bewegen werden. Bei den internationalen Aktivitäten dürfte die Finanz- und Wirtschaftskrise, der sich viele südeuropäische Länder ausgesetzt sehen, dieses Jahr sowohl in Spanien (Auswirkung auf die Umsatzentwicklung) als auch in Italien (Abschwächung des Gewinnwachstums) eine Herausforderung für VITA 34 darstellen. Im GJ 2011 erwarten wir, dass der Anteil der internationalen Aktivitäten von 23% auf 29% des Gesamtumsatzes von VITA 34 steigen wird. Ein Großteil des Umsatzanstiegs wird dabei aus der SECUVITA-Konsolidierung über das gesamte Geschäftsjahr resultieren. Darüber hinaus plant VITA 34 für 2011 den Eintritt in den slowakischen Markt. Unseres Erachtens ist der Markteintritt mit Blick auf die Umsatzentwicklung des laufenden Geschäftsjahres allerdings zu vernachlässigen.

Wie in Q1 wird sich auch in GJ 2011 bei der Umsatzentwicklung die derzeit ausgesetzte Finanzierung für öffentliches NSB-Banking durch die Deutsche Nabelschnurblutbank bemerkbar machen. Das öffentliche NSB-Bankgeschäft von VITA 34 wird dieses Jahr folglich nicht den üblichen Umsatzanteil generieren können. Um dies zu kompensieren, wird das Unternehmen die Marketingaktivitäten bei den privaten Dienstleistungen verstärken, was jedoch kurzfristig keine allzu großen Auswirkungen haben dürfte.

In den Geschäftsjahren 2012 bis 2014 erwarten wir, dass sich das Umsatzwachstum weiterhin in einer Spanne von 6% bis 7% bewegt. Aus unserer Sicht sind zwei Hauptfaktoren für das anhaltende Umsatzwachstum verantwortlich. Zum einen die Fortsetzung der internationalen Expansion, die sowohl organisches Wachstum - bei Unternehmen, an denen VITA 34 bereits



beteiligt ist - als auch akquisitorisches Wachstum - beim Eintritt in neue Märkte - beinhaltet. Zum anderen sollten sich vor allem im wohlhabenderen Westdeutschland die Marketingaktivitäten im Heimatmarkt langsam bemerkbar machen. Hinsichtlich der landesweiten Reichweite der Krankenhaus-Kooperationen ist VITA 34 bereits sehr gut aufgestellt, weshalb sich das Unternehmen verstärkt auf neue Vertriebskanäle inklusive des Internets fokussiert. Positiv auswirken sollten sich gegen Ende 2011 zudem die jüngst eingeführten flexibleren Preis- und Finanzierungsmodelle für Kunden, was in der Periode von 2012 bis 2014 zu einem deutlichen Umsatzwachstum im Heimatmarkt führen sollte.

MARGEN- UND GEWINNENTWICKLUNG

Für das Geschäftsjahr 2011 prognostizieren wir für VITA 34 eine Verbesserung der EBIT-Marge von 4,4% im Vorjahr auf 5,0%. Das EBIT wird folglich bei €0,91 Mio. (+22% J/J) liegen. Einer der Hauptgründe der Margenausweitung liegt dabei im soliden Wachstum des Italien-Geschäfts, das im Vergleich zu den Aktivitäten in Deutschland (3%) eine operative Marge von rund 40% aufweist.

Die positive Auswirkung der internationalen Expansion auf die Margenentwicklung ist ein anhaltender Trend, der in den nächsten Jahren weiterhin zur Ergebnisverbesserung von VITA 34 beitragen sollte. Vor allem der Ausbau der internationalen Aktivitäten ist der Grund für die von uns erwartete Verbesserung der EBIT-Marge in 2011 und 2012. Darüber hinaus sollte die zunehmende Kostendisziplin, die nach Angaben des Managements vor allem mittelfristig Priorität haben wird und bereits in GJ 2010 anhand der Kennzahl operative Kosten/Umsatz sichtbare Verbesserungen erkennen ließ, ebenfalls zur Margenausweitung beitragen. Die beiden Treiber der Profitabilität, der veränderte geographische Mix sowie die operative Kostendisziplin, sollten das herausfordernde Preisumfeld kompensieren können. Unseres Erachtens werden sich sowohl im Heimatmarkt als auch im Ausland die Preise bestenfalls auf dem aktuellen Niveau bewegen.

Auf der Nettoebene erwarten wir aufgrund der Margenverbesserung einen Anstieg des EPS von €0,20 (+9,9% J/J) in 2011 auf €0,52 in 2014 (CAGR 2011 bis 2014 von 37%). Im laufenden Jahr erwarten wir den Free Cashflow in Folge von Investitionen in das Working Capital in Höhe von €369 Tsd. (unveränderte Annahmen beim Liquiditätszyklus) sowie in das (materielle und immaterielle) Anlagevermögen in Höhe von €908 Tsd. bei €173 Tsd. Die liquiden Mittel liegen zum Bilanzstichtag am Ende des GJ 2011 bei €3,54 Mio.



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd €	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
Umsatz	15,097	16,963	18,150	19,421	20,780	22,173
Herstellungskosten	4,958	6,140	6,534	6,992	7,377	7,871
Bruttogewinn	10,139	10,823	11,616	12,429	13,403	14,301
Marketing- & Vertriebskosten	7,629	7,241	7,442	7,768	8,104	8,426
Allgemeine & Verwaltungskosten	2,763	3,048	3,267	3,302	3,325	3,548
Sonstige betriebliche Aufwendungen	415	209	0	194	208	222
EBIT	162	743	908	1,554	2,182	2,550
Nettofinanzergebnis	496	-77	-91	-388	-416	-443
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0
EBT	658	666	817	1,165	1,766	2,106
Steuern	62	317	286	408	618	737
Minderheitsbeteiligungen	0	134	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	596	483	531	757	1,148	1,369
EPS (verwässert)	0.23	0.18	0.20	0.29	0.43	0.52
EBITDA	739	1,687	1,849	2,396	2,959	3,289
Kennzahlen						
Bruttomarge	67.2%	63.8%	64.0%	64.0%	64.5%	64.5%
EBIT-Marge	1.1%	4.4%	5.0%	8.0%	10.5%	11.5%
EBITDA-Marge	4.9%	9.9%	10.2%	12.3%	14.2%	14.8%
Nettomarge	3.9%	2.8%	2.9%	3.9%	5.5%	6.2%
Steuersatz	9.4%	47.6%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
Ausgaben in % vom Umsatz						
Marketing- & Vertriebsausgaben	50.5%	42.7%	41.0%	40.0%	39.0%	38.0%
Allgemeine & Verwaltungsausgaben	18.3%	18.0%	18.0%	17.0%	16.0%	16.0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2.7%	1.2%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	n.a.	12.4%	7.0%	7.0%	7.0%	6.7%
Operatives Ergebnis	n.a.	358.6%	22.1%	71.2%	40.4%	16.9%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	-19.0%	9.9%	42.7%	51.6%	19.3%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd €	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	11,768	10,139	10,429	10,126	11,071	12,145
Liquide Mittel	6,055	3,687	3,540	2,962	3,622	4,394
Kurzfristige Investitionen	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,334	2,914	3,232	3,459	3,701	3,949
Vorräte	554	626	716	766	808	863
Sonstige Forderungen	825	1,412	1,440	1,440	1,440	1,440
Anlagevermögen, gesamt	19,382	26,549	26,511	26,639	26,901	27,271
Sachanlagen	3,319	3,767	3,370	3,110	2,956	2,882
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	12,706	20,441	20,804	21,192	21,608	22,051
Sonstige	3,357	2,341	2,337	2,337	2,337	2,337
Aktiva	31,150	36,688	36,939	36,766	37,972	39,416
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	3,500	7,455	6,440	5,509	5,567	5,641
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	125	2,060	1,000	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	813	892	985	1,054	1,112	1,186
Rückstellungen (kurzfristig)	363	39	16	16	16	16
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	2,199	4,464	4,439	4,439	4,439	4,439
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	8,777	10,415	10,995	10,995	10,995	10,995
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,375	1,760	2,500	2,500	2,500	2,500
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	5,616	5,838	5,808	5,808	5,808	5,808
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,786	2,817	2,687	2,687	2,687	2,687
Anteile Dritter	406	339	325	325	325	325
Eigenkapital	18,467	18,479	19,180	19,937	21,085	22,455
Passiva	31,150	36,688	36,939	36,766	37,972	39,416
Kennzahlen						
Current ratio	3.36	1.36	1.62	1.84	1.99	2.15
Quick ratio	3.20	1.28	1.51	1.70	1.84	2.00
Financial Leverage	1.69	1.99	1.93	1.84	1.80	1.76
Buchwert je Aktie	6.98	6.98	7.25	7.53	7.97	8.48
Nettoverbindlichkeiten	-6,555	-1,367	-1,540	-1,962	-2,622	-3,394
Return on Equity (ROE)	3.2%	2.6%	2.8%	3.8%	5.4%	6.1%
Forderungsumschlag in Tagen	56.4	62.7	65.0	65.0	65.0	65.0
Vorratsumschlag in Tagen	40.8	37.2	40.0	40.0	40.0	40.0



CASH FLOW RECHNUNG

Alle Angaben in Tsd €	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
EBIT	162	743	908	1,554	2,182	2,550
Abschreibungen	577	944	942	842	777	739
EBITDA	739	1,687	1,849	2,396	2,959	3,289
Investitionen ins Working Capital	324	-113	-369	-207	-226	-228
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	86	-566	-400	-796	-1,034	-1,181
Operativer Cashflow	1,149	1,008	1,081	1,392	1,699	1,881
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-541	-491	-545	-583	-623	-665
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-185	-487	-363	-388	-416	-443
Freier Cashflow	423	30	173	421	660	772
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-125	626	-320	-1,000	0	0
Sonstige	-617	-3,222	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-319	-2,566	-147	-579	660	772
Cash am Anfang der Periode	6,374	6,055	3,687	3,540	2,962	3,622
Cash zum Ende der Periode	6,055	3,489	3,540	2,962	3,622	4,394
EBITDA je Aktie	0.28	0.64	0.70	0.91	1.12	1.24
<hr/>						
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.a.	-12.3%	7.2%	28.8%	22.0%	10.7%
Freier Cashflow	n.a.	-92.9%	478.0%	143.0%	56.7%	16.9%
EBITDA je Aktie	n.a.	128.3%	9.6%	29.6%	23.5%	11.1%

**FIRST BERLIN-ANLAGEEMPFEHLUNG & -KURSZIEL**

Bericht Nr.	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	12. Juli 2007	€ 12,43	Buy	€ 20,00
2...17	↓	↓	↓	↓
18	14. Oktober 2010	€ 5,35	Buy	€ 7,00
19	25. März 2011	€ 5,35	Buy	€ 7,00
20	3. Mai 2011	€ 4,93	Buy	€ 7,00
21	Heute	€ 4,43	Buy	€ 7,00

Tsvetan Kintisheff

First Berlin
Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 93 96 88
Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com
www.firstberlin.com

FIRST BERLIN-GRUNDSÄTZE

Im Bestreben, die Unabhängigkeit der Berichte von First Berlin zu gewährleisten, verpflichten sich sowohl die Analysten als auch das Unternehmen selbst, die Wertpapiere besprochener Unternehmen weder zu besitzen noch mit ihnen zu handeln. Darüber hinaus ist die Vergütung der Analysten weder direkt an bestimmte finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt. Die Vergütung der Analysten erfolgt anhand einer breiten Palette von Richtgrößen. Zudem erhält First Berlin von den behandelten Unternehmen keinerlei Aufwandsentschädigungen für das Abfassen dieses Berichts.

ERKLÄRUNG DES/DER ANALYSTEN

Ich, Tsvetan Kintisheff, erkläre hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen meine persönlichen und beruflichen Ansichten über das untersuchte Unternehmen darstellen. Zudem erkläre ich, dass meine Vergütung weder direkt an spezifische finanzielle Transaktionen (inklusive Börsenumsätze und Vermögensverwaltungsgebühren) gekoppelt ist noch in direkter oder indirekter Weise an spezifische Empfehlungen bzw. Ansichten, die Teil dieser Untersuchung sind. Auch besitze ich keine Anteile an dem besprochenen Unternehmen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung. Unsere Empfehlungen, die sich nach der von uns erwarteten Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) in dem jeweils angegebenen Jahr bestimmen, lauten wie folgt:

STRONG BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements
BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 25 %
ADD: erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 25 %
REDUCE: erwartete negative Wertentwicklung zwischen 0 % und -15 %
SELL: erwartete negative Wertentwicklung größer als -15 %

Unsere Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch acht Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit sowie sonstige unternehmensspezifische Risiken. Diese Risikofaktoren haben Eingang in unsere Bewertungsmodelle gefunden und sind daher in unseren Kurszielen enthalten. Unsere Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

Bis 16. Mai 2008 gliederte sich First Berlins System zur Anlageempfehlung in drei Kategorien. Es diente dazu, die von uns erwartete Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) für das jeweilige Jahr wiederzugeben. Unsere Anlageempfehlungen lauteten wie folgt: **BUY:** erwartete positive Wertentwicklung über 15 %, **HOLD:** erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 15 %, **SELL:** erwartete negative Wertentwicklung.

ZUSATZERKLÄRUNGEN

Dieser Bericht stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren in einer Rechtsordnung dar, in der ein solches Angebot unrechtmäßig wäre. Er stellt auch keine Aufforderung zum Handeln auf Grundlage der gegebenen Informationen dar. Das enthaltene Material dient der allgemeinen Information der Kunden von First Berlin. Es berücksichtigt nicht die besonderen Anlageziele, finanziellen Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Kunden. Bevor ein Kunde aufgrund der in diesem Bericht enthaltenen Ratschläge oder Empfehlungen tätig wird, sollte er prüfen, ob sie auf seine persönliche Situation zugeschnitten sind und gegebenenfalls fachkundigen Rat einholen. Das Material beruht auf Informationen, die wir als zuverlässig erachten, deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir aber nicht garantieren und die entsprechend aufzufassen sind. Die geäußerten Ansichten geben unsere zum Zeitpunkt des auf dem Bericht angegebenen Datums aktuellen Überzeugungen wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Copyright© 2008 First Berlin Equity Research GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Kein Teil dieses Berichts darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch First Berlin kopiert, fotokopiert, vervielfältigt sowie weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und Kanada bestimmt. Bei Zitaten bitte First Berlin als Quelle angeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.