

# Vita 34 AG

Deutschland / Gesundheit  
 Primary exchange: Frankfurt  
 Bloomberg: V3V GR  
 ISIN: DE000A0BL849

Q1 2013-Zahlen

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€5,20

76,3%

Medium

## KOSTENEINSPARUNGEN TRAGEN ERSTE FRÜCHTE

Vita 34 hat am 25. April Zahlen für Q1 2013 veröffentlicht, die umsatzseitig und auf der operativen Ebene im Rahmen unserer Erwartungen lagen. Das Unternehmen ist auf gutem Wege, die Ziele für das laufende Geschäftsjahr 2013 zu erreichen. 2013 erwartet Vita 34 einen moderaten Anstieg der Umsatzerlöse sowie eine deutliche Steigerung des EBITDA. 2014 soll der Umsatz ebenfalls moderat ansteigen. Zudem soll die EBITDA-Marge im kommenden Geschäftsjahr über 10% liegen. Auf Basis überarbeiteter Schätzungen für 2013E und die Folgejahre ergibt unser aktualisiertes DCF-Modell unverändert ein Kursziel von EUR 5,20. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Umsatzentwicklung in Q1 2013** Nach Aussage des Managements war das Marktumfeld für Einlagerungen von Nabelschnurblut in Spanien und Deutschland in den ersten drei Monaten 2013 unverändert herausfordernd. Vita 34 verbuchte im ersten Quartal 2013 1.614 Einlagerungen, was einem Rückgang um 6,8% J/J (1.732 Einlagerungen in Q1/12) bzw. um 12,6% Q/Q (1.847 Einlagerungen in Q4/12) entspricht. Allerdings erhöhte sich der Umsatz auf EUR 3,17 Mio. (FBe: EUR 3,23 Mio.; Q1/12: EUR 3,15 Mio.). Während der Umsatz in Spanien auf dem Niveau des Vorjahres stagnierte (EUR 805 tsd.), stiegen die Umsatzerlöse in der DACH-Region (Deutschland, Österreich und Schweiz) leicht auf EUR 2,3 Mio. (Q1/12: EUR 2,48 Mio.) an.

**Entwicklung des operativen Ergebnisses Q1 2013** Aufgrund von Kosteneinsparungen (insbesondere Vertriebskosten: -26,5% J/J auf EUR 1,16 Mio.) verbesserte sich das EBITDA auf EUR 342 tsd. (FBe: EUR 371 tsd. Q1/12: EUR -27 tsd.). Das EBIT auf Konzernebene belief sich auf EUR 56 tsd. (FBe: EUR 82 tsd.; Q1/12: EUR -287 tsd.), wobei sich das EBIT in der DACH-Region signifikant auf EUR 269 tsd. (Q1/12: EUR -202 tsd.) verbesserte. Bei den spanischen Aktivitäten verschlechterte sich das EBIT aufgrund von außerordentlichen Belastungen weiter auf EUR -213 tsd. (Q1/12: EUR -85 tsd.). (bitte wenden)

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Umsatz (€m)	16,96	16,00	13,60	14,08	14,67	15,36
Jährliches Wachstum	na	-5,7%	-15,0%	3,5%	4,2%	4,7%
EBIT (€ Mio.)	0,74	-0,34	-0,74	-0,14	0,40	0,74
EBIT-Marge	4,4%	-2,1%	-5,5%	-1,0%	2,7%	4,8%
Jahresübers. (€ Mio.)	0,35	1,26	-0,58	-0,17	0,42	0,71
GpA (verwässert) (€)	0,13	0,48	-0,20	-0,05	0,14	0,23
DpA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	0,03	-1,69	1,36	-0,01	0,55	0,68
Nettoverschuldungsgrad	93,0%	74,6%	79,7%	71,5%	69,9%	67,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	3,69	3,03	3,50	1,70	2,25	2,93

### RISIKEN

Zu den Risiken für unser Kursziel zählen unter anderem: Marketingrisiken, Wettbewerbsrisiken, finanzielle Risiken sowie mangelnder Fortschritt in der wissenschaftlichen Forschung.

### UNTERNEHMENSPROFIL

Vita 34 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.

### HANDELSDATEN

Stand: 30. Apr 2013

Schlusskurs	€ 2,95
Aktien im Umlauf	3,03 Mio.
Markkapitalisierung	€ 8,93 Mio.
52-Wochen-Höchst/Tiefstkurse	€ 2,51 / 3,35
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.320

Multiples	2012	2013E	2014E
KGV	n.a.	n.a.	21,1
EV/Sales	0,8	0,8	0,7
EV/EBIT	n.a.	n.a.	27,6
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

### KURSÜBERSICHT



### UNTERNEHMENS DATEN

Stand: 31. Mrz 2013

Liquide Mittel	€ 2,66 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 7,21 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 21,31 Mio.
Bilanzsumme	€ 35,43 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 4,44 Mio.
Eigenkapital	€ 20,47 Mio.

### AKTIONÄRSSTRUKTUR

Founder/Management	20,4%
Landesbank Baden-Württemberg	13,8%
HSCI OJSC	10,5%
Elvaston Partners GmbH	7,8%
Free Float	47,5%



Infolge höherer steuerlicher Belastungen betrug das Nettoergebnis EUR -20 tsd. (FBe: EUR 70 tsd.; Q1/12: EUR -210 tsd.), der Gewinn je Aktie lag bei EUR 0,00 (FBe: EUR 0,02; Q1/12: EUR -0,08).

**Bilanz und Cashflow** Infolge der im Jahresvergleich deutlichen Verbesserung auf der Nettoebene lag Vita 34s Eigenkapitalposition (EUR 20,47 Mio.) auf dem Niveau des Vorquartals (Ende 2012: EUR 20,49 Mio.). Durch die verkürzte Bilanzsumme verbesserte sich die Eigenkapitalquote zudem auf 57,8% (Ende 2012: 56,0%).

Während der operative Cashflow des Unternehmens in Höhe von EUR 167 tsd. (Q1/12: EUR 217 tsd.) solide ausfiel, belief sich die Nettoveränderung von Zahlungsmitteln aufgrund der Tilgung von Finanzverbindlichkeiten auf EUR -839 tsd. (Q1/12: EUR -479 tsd.).

Folglich verringerten sich die (kurz- und langfristigen) Finanzverbindlichkeiten auf EUR 1,30 Mio. (Ende 2012: EUR 2,14 Mio.). Die liquiden Mittel beliefen sich per Ende Q1 2013 auf EUR 2,66 Mio. (Ende 2012: EUR 3,50 Mio.).

**Ausblick für 2013E und 2014E** Für das laufende Geschäftsjahr stellt Vita 34 einen moderaten Anstieg der Umsätze und eine deutliche Verbesserung des EBITDA auf rund EUR 1 Mio. in Aussicht. Die EBITDA-Marge des Unternehmens soll bei rund 7% liegen.

Für 2014 wird ebenfalls ein moderater Anstieg der Umsatzerlöse in Aussicht gestellt. Zudem erwartet Vita 34 im nächsten Geschäftsjahr eine EBITDA-Marge von über 10%.

**Wachstumsperspektiven** Das Geschäftsjahr 2012 war für Vita 34 ein Übergangsjahr. Nach der Übernahme von BioPlanta und angesichts der bevorstehenden Erteilung der Herstellungserlaubnis für die Gewinnung und Verarbeitung von Nabelschnurgewebe ist das Unternehmen sowohl hinsichtlich der regionalen Märkte, in der die Gesellschaft aktiv ist, als auch der Produkte und Dienstleistungen breiter aufgestellt:

**Produkte und Dienstleistungen** Durch das neue Produkt des Unternehmens, „VitaPlusNabelschnur“, wird die Einlagerung der gesamten Nabelschnur ermöglicht (siehe unser Update vom 2. November 2012). Die Erteilung der Herstellungserlaubnis für die Gewinnung und Verarbeitung von Nabelschnurgewebe gemäß Arzneimittelgesetz wird in nächster Zeit erwartet.

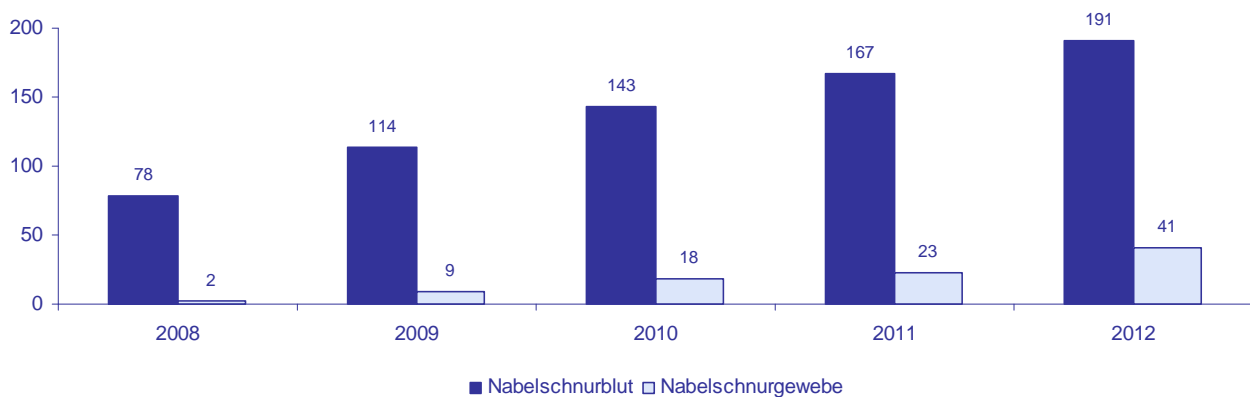
Durch die Einführung von VitaPlusNabelschnur folgt das Unternehmen „Bioinformant“ zufolge einem Trend innerhalb der Nabelschnurblutbankenindustrie. Derzeit gibt es noch nicht allzu viele Unternehmen, die beides anbieten: sowohl die Einlagerung von Nabelschnurblut als auch von Nabelschnurgewebe (nach Angaben von Bioinformant rund 20% der privaten Nabelschnurblutbanken in den USA). Die Tatsache, dass Nabelschnurblut („NSB“) und -gewebe unterschiedliche Stammzellenarten enthalten, ermöglicht die Behandlung unterschiedlicher Krankheitssymptome. Die zunehmende Bedeutung von Nabelschnurgewebe wird an den jährlichen Zuwachsraten bei klinischen Studien, die mit Stammzellen aus Nabelschnurgewebe durchgeführt werden, deutlich (siehe nachfolgende Tabelle). Klinische Entwicklungsprogramme mit Stammzellen aus Nabelschnurgewebe beinhalten die Behandlung von:

- Knorpelschäden
- Diabetes
- Herzerkrankungen
- HIV
- Lebererkrankungen
- Schlaganfällen
- Schwere Wunden
- Rückenmarksverletzungen.

**Tabelle 1: Stammzellen aus Nabelschnurblut und Nabelschnurgewebe**

Ursprung	Stammzellentyp	Beschreibung	Klinische Studien 2012	Klinische Studien 2011	Wachstum ggü. Vorjahr
Nabelschnurgewebe	Mesenchymal	Ausdifferenzierung primär als Binde- und Stützgewebe	41	23	78%
Nabelschnurblut	Hämatopoetisch	Ausdifferenzierung primär als Blut- und Immunzellen	191	167	14%

Quelle: First Berlin Equity Research, Bioinformant

**Abbildung 1: Durchgeführte klinische Studien mit Stammzellen aus...**

Quelle: First Berlin Equity Research, Bioinformant

Mit Blick auf die produktseitige Diversifikation stellte auch die im vergangenen Jahr durchgeführte Akquisition von BioPlanta einen wichtigen Schritt dar (siehe unsere Kommentierung vom 18. Juni 2012). BioPlanta entwickelt biologische Verfahren für die Zell- und Gewebekultur, um sie zur Optimierung und Vermehrung von Zellen und Pflanzen einzusetzen.

Mit dem neuen Produkt VitaPlusNabelschnur, BioPlantas Expertise auf dem Gebiet der pflanzlichen Stammzellen sowie der erwarteten Expansion auf dem Gebiet der induzierten pluripotenten Stammzellen („iPS“) steht das Unternehmen kurz davor, sich von einer Nabelschnurblutbank in eine Stammzellenbank zu wandeln.

**Regionale Expansion** Durch die bereits vorhandene Präsenz in vielen ausländischen Märkten hat die Akquisition von BioPlanta auch die regionale Expansion von Vita 34 beschleunigt. Die Expansionsstrategie des Unternehmens basiert dabei auf dem Abschluss von Kooperationsvereinbarungen und dem Produkt „Vita 34 Bag“, einem geschlossenem Entnahmesystem, mit dem Nabelschnurblut in jedem Labor zur Konservierung vorbereitet werden kann. Die Vereinbarungen enthalten zudem eine Zertifizierung und die Ausbildung des Personals des Kooperationspartners.

**Tabelle 2: Internationaler Wettbewerb**

Land	Anzahl Blutbanken *	Globaler Marktanteil **
USA	70	14,4%
Italien	23	4,7%
Spanien	21	4,3%
Indien	19	3,9%
Grossbritannien	17	3,5%
Kanada	15	3,1%
Deutschland	13	2,7%
Israel	13	2,7%
Brasilien	11	2,3%
Belgien	11	2,3%
Australien	10	2,1%
Polen	10	2,1%
Chile	10	2,1%
Zypern	9	1,9%
China	9	1,9%
Sonstige	224	46,2%
Gesamt	485	100,0%

\* Öffentliche und private Nabelschnurblutbanken

\*\* in % der weltweiten Anzahl an Nabelschnurblutbanken

Quelle: First Berlin Equity Research; wissensschau.de; Bioinformant

Nach Angaben des Managements ist vor allem die Nachfrage aus Südost-Europa hoch. So verzeichnet beispielsweise Vita 34s Kooperationspartner in Serbien eine hohe Nachfrage - vor allem von Kunden aus Südost-Europa, die ihr NSB bisher in Griechenland gelagert haben und nun auf der Suche nach einer sichereren Einlagerungsmöglichkeit sind. Die generell hohe Nachfrage aus Südost-Europa ist vor dem Hintergrund der im Vergleich zu anderen europäischen Ländern hohen Geburtenraten wenig überraschend (zum Beispiel Zypern: 12,6 Geburten je 1.000 Einwohner; Bosnien: 12,6 Geburten je 1.000 Einwohner; Deutschland: 8,3 Geburten je 1.000 Einwohner; Österreich: 8,7 Geburten je 1.000 Einwohner).

China und Indien wären aufgrund der großen Bevölkerungszahlen und attraktiven Geburtenraten ebenfalls lukrative Märkte für das Unternehmen. Trotz der Geburtenkontrolle liegt die Geburtenrate in China mit 13,1 Geburten je 1.000 Einwohner über dem Niveau der (meisten) europäischen Länder. Die Geburtenrate in Indien liegt noch höher (22,0 Geburten je 1.000 Einwohner).

Einer Veröffentlichung der Universität Kansas zufolge führen vergleichsweise geringe Penetrationsraten der NSB-Bankenindustrie sowie wachsendes Interesse an der Einlagerung von Nabelschnurblut zukünftig zu attraktiven Wachstumsraten – speziell in Indien. Wir würden es daher begrüßen, wenn Vita 34 seine Anstrengungen verstärken würde, einen Kooperationspartner in Indien zu finden.

**Tabelle 3: Marktpotenzial EU27 (ausgewählte Märkte)**

Land	Geburtenrate *	Bevölkerung **	Geburten
Deutschland	0,00833	81,73	680.778
Grossbritannien	0,01071	60,46	647.554
Italien	0,00872	60,77	529.914
Spanien	0,01006	47,27	475.489
Polen	0,00985	38,22	376.428
Rumänien	0,01070	21,39	228.873
Niederlande	0,01090	16,70	181.986
Belgien	0,01048	11,01	115.364
Portugal	0,01072	10,60	113.653
Griechenland	0,00968	10,82	104.691
Ungarn	0,00972	9,97	96.879
Tschechische Republik	0,00902	10,53	94.951
Österreich	0,00874	8,49	74.190
Bulgarien	0,00966	7,36	71.142
Irland	0,01445	4,58	66.199
Slowakei	0,01065	5,40	57.556
Litauen	0,00875	3,20	28.026
Lettland	0,00924	2,22	20.513
Slowenien	0,00898	2,06	18.478
Estland	0,00991	1,34	13.279
Republik Zypern	0,01256	0,89	11.116
Luxemburg	0,01194	0,52	6.173
Malta	0,01022	0,42	4.282
Gesamt			4.017.515

\* Geburten je 1.000 Einwohner

\*\* in Millionen

Quelle: First Berlin Equity Research

**Tabelle 4: Marktpotenzial europäische Peripherie**

Land	Geburtenrate *	Bevölkerung **	Geburten
Russland	0,00995	141,93	1.412.204
Türkei	0,01662	74,72	1.241.917
Ukraine	0,00882	45,67	402.768
Israel	0,01797	8,00	143.800
Serbien und Montenegro	0,01211	10,83	131.141
Mazedonien	0,01202	7,75	93.190
Schweiz	0,00971	7,91	76.777
Moldawien	0,01570	3,56	55.876
Albanien	0,01508	3,22	48.497
Bosnien-Herzegowina	0,01249	3,75	46.865
Kroatien	0,00961	4,48	43.053
Gesamt			3.696.089

\* Geburten je 1.000 Einwohner

\*\* in Millionen

Quelle: First Berlin Equity Research

**Tabelle 5: Marktpotenzial Nord- und Südamerika**

Land	Geburtenrate *	Bevölkerung **	Geburten
USA	0,01414	313,91	4.438.745
Brasilien	0,01683	196,66	3.309.704
Mexiko	0,02069	112,34	2.324.243
Kolumbien	0,02048	46,93	961.068
Argentinien	0,01690	40,76	688.921
Peru	0,02048	29,55	605.122
Venezuela	0,01872	29,28	548.084
Kanada	0,01078	34,48	371.724
Ecuador	0,02267	14,67	332.479
Chile	0,01544	16,63	256.838
Bolivien	0,02376	10,39	246.864
Dominikanische Republik	0,02328	10,46	243.613
Honduras	0,02824	7,99	225.621
Paraguay	0,02910	6,57	191.137
El Salvador	0,02704	6,23	168.391
Nicaragua	0,02451	5,87	143.870
Costa Rica	0,01860	4,73	87.914
Panama	0,02174	3,33	72.450
Jamaika	0,02082	2,71	56.408
Puerto Rico	0,01277	3,75	47.923
Uruguay	0,01391	3,37	46.857
Gesamt			15.367.977

\* Geburten je 1.000 Einwohner

\*\* in Millionen

Quelle: First Berlin Equity Research

**Tabelle 6: Marktpotenzial Australasien**

Land	Geburtenrate *	Bevölkerung **	Geburten
Indien	0,02201	1241,49	27.325.238
China	0,01314	1344,13	17.661.868
Indonesien	0,02034	242,33	4.928.903
Philippinen	0,02489	92,34	2.298.289
Vietnam	0,01686	87,84	1.480.982
Japan	0,00937	127,82	1.197.648
Thailand	0,01387	69,52	964.273
Malaysia	0,02286	28,86	659.720
Korea Republik	0,01000	50,00	500.000
Taiwan	0,01256	23,13	290.486
Australien	0,01226	22,62	277.329
Neuseeland	0,01376	4,45	61.163
Hong Kong	0,00729	7,07	51.552
Singapur	0,00934	5,18	48.416
Gesamt			57.745.868

\* Geburten je 1.000 Einwohner

\*\* in Millionen

Quelle: First Berlin Equity Research



**Neue Kunden** Eine Ausweitung des B2B-Geschäfts sollte sich ebenfalls positiv auf das zukünftige Wachstum auswirken. Wir sind der Ansicht, dass Vita 34 die Zusammenarbeit mit Forschungseinrichtungen intensivieren wird, um sich als Stammzellbank für alle Arten von Stammzellen zu etablieren. Bei den Verhandlungen mit B2B-Partnern dürfte das Alleinstellungsmerkmal von Vita 34, die GMP-Zertifizierung, ein wichtiges Argument sein.

**Anpassung unserer Schätzungen** Wir haben unsere Schätzungen für die Geschäftsjahre 2013E und 2014E an den Unternehmensausblick angepasst. Auf Basis der Zahlen für das Q1 2013 haben wir unsere Annahme hinsichtlich des Umsatzwachstums für das Gesamtjahr gesenkt. Unsere Schätzungen der operativen Entwicklung beinhalten nun höhere Abschreibungen und berücksichtigen zudem die negativen Sondereffekte des Auftaktquartals (in Spanien) sowie höhere operative Aufwendungen aufgrund der höheren Beschäftigtenzahl (FBe: drei zusätzliche Angestellte).

Auch wenn wir unsere Schätzungen für das EBIT und das Nettoergebnis gesenkt haben, ist das Unternehmen auf einem guten Weg, um die Ziele für das laufende Geschäftsjahr zu erreichen. Im ersten Quartal hat es Vita 34 geschafft das EBITDA auf EUR 0,34 Mio. zu steigern, was bereits einem Drittel des für das Gesamtjahr in Aussicht gestellten Wertes entspricht.

Basierend auf unseren niedrigeren Schätzungen für 2013E gehen wir weiterhin von einem sukzessiven Anstieg der Profitabilität bei Vita 34 aus – nicht nur aufgrund der zuvor genannten Wachstumsperspektiven, sondern auch der strikten Kostendisziplin des Unternehmens. Die Änderungen unserer Schätzungen werden in Tabelle 8 aufgezeigt.

**Unverändertes Kursziel und Rating** Unser aktualisiertes DCF-Modell (nun mit dem Geschäftsjahr 2013 beginnend) ergibt ein unverändertes Kursziel von EUR 5,20. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Tabelle 7: Schätzungen und berichtete Zahlen**

Alle Zahlen in EURm	Q1-13A	Q1-13E	Delta	Q1-12A	Delta
Umsatz	3,17	3,27	-2,9%	3,15	0,7%
EBITDA	0,34	0,37	-7,9%	-0,03	-
Marge	10,8%	11,4%	-	-0,9%	-
Jahresübers.	0,01	0,07	-88,6%	-0,20	-
Marge	0,3%	2,1%	-	4,7%	-
GPA (verwässert; in €)	0,00	0,02	-100,0%	-0,08	-

Quelle: First Berlin Equity Research, Vita 34 AG

**Tabelle 8: Änderung der Schätzungen**

Alle Zahlen in EURm	2013E			2014E			2015E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	14,35	14,08	-1,9%	15,04	14,67	-2,4%	15,67	15,36	-2,0%
EBIT	0,44	-0,14	-	0,72	0,40	-45,1%	0,82	0,74	-9,5%
Marge	3,1%	-1,0%	-	4,8%	2,7%	-	5,2%	4,8%	-
Jahresüberschuss	0,52	-0,17	-	0,74	0,42	-43,9%	0,83	0,71	-14,6%
Marge	3,6%	-1,2%	-	4,9%	2,8%	-	5,3%	4,6%	-
GPA (verwässert; €)	0,17	-0,05	-	0,25	0,14	-43,9%	0,27	0,23	-14,6%

Quelle: First Berlin Equity Research



## Gewinn- und Verlustrechnung

Alle Angaben in Tsd EUR	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>Umsatz</b>	<b>16.963</b>	<b>16.001</b>	<b>13.603</b>	<b>14.079</b>	<b>14.670</b>	<b>15.360</b>
Herstellungskosten	6.140	6.539	5.559	5.603	5.531	5.745
<b>Bruttogewinn</b>	<b>10.823</b>	<b>9.462</b>	<b>8.044</b>	<b>8.476</b>	<b>9.140</b>	<b>9.615</b>
Marketing- & Vertriebskosten	7.241	6.970	5.770	5.871	5.956	6.052
Allgemeine & Verwaltungskosten	3.048	2.929	3.082	3.140	3.198	3.256
Sonstige betriebliche Erträge (Aufwendungen)	209	102	66	394	411	430
<b>EBIT</b>	<b>743</b>	<b>-335</b>	<b>-742</b>	<b>-141</b>	<b>396</b>	<b>737</b>
Nettofinanzergebnis	-77	-161	-113	-16	96	102
<b>EBT</b>	<b>666</b>	<b>-496</b>	<b>-855</b>	<b>-157</b>	<b>493</b>	<b>840</b>
Steuern	317	-1.687	-246	16	49	84
Minderheitsbeteiligungen	0	71	30	7	-27	-46
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>349</b>	<b>1.262</b>	<b>-579</b>	<b>-165</b>	<b>416</b>	<b>709</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,13</b>	<b>0,48</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,14</b>	<b>0,23</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.687</b>	<b>638</b>	<b>414</b>	<b>993</b>	<b>1.507</b>	<b>1.701</b>
<b>Kennzahlen</b>						
EBIT-Marge	4,4%	-2,1%	-5,5%	-1,0%	2,7%	4,8%
EBITDA-Marge	9,9%	4,0%	3,0%	7,1%	10,3%	11,1%
Nettomarge	2,1%	7,9%	-4,3%	-1,2%	2,8%	4,6%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Marketing- & Vertriebsausgaben	42,7%	43,6%	42,4%	41,7%	40,6%	39,4%
Allgemeine & Verwaltungsausgaben	18,0%	18,3%	22,7%	22,3%	21,8%	21,2%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	n.a.	-5,7%	-15,0%	3,5%	4,2%	4,7%
Operatives Ergebnis	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	86,1%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	261,6%	n.m.	n.m.	n.m.	70,5%





## Bilanz

Alle Angaben in Tsd EUR	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b><u>Vermögen</u></b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>10.139</b>	<b>7.670</b>	<b>8.184</b>	<b>6.510</b>	<b>7.168</b>	<b>8.011</b>
Liquide Mittel	3.687	3.026	3.497	1.699	2.249	2.931
Kurzfristige Investitionen	1.500	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.914	2.748	2.665	2.777	2.894	3.030
Vorräte	626	546	633	645	636	661
Sonstige Forderungen	1.412	1.350	1.389	1.389	1.389	1.389
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>26.549</b>	<b>27.071</b>	<b>28.444</b>	<b>28.169</b>	<b>27.938</b>	<b>27.896</b>
Sachanlagen	3.767	4.162	4.537	3.966	3.442	3.093
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	20.441	20.074	21.423	21.719	22.012	22.319
Sonstige	2.341	2.835	2.484	2.484	2.484	2.484
<b>Aktiva</b>	<b>36.688</b>	<b>34.741</b>	<b>36.628</b>	<b>34.679</b>	<b>35.107</b>	<b>35.908</b>
<b><u>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</u></b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>7.455</b>	<b>4.187</b>	<b>5.614</b>	<b>3.837</b>	<b>3.822</b>	<b>3.867</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	2.060	1.374	1.791	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	892	600	1.168	1.182	1.167	1.212
Rückstellungen (kurzfristig)	39	17	349	349	349	349
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4.464	2.196	2.306	2.306	2.306	2.306
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>10.415</b>	<b>10.545</b>	<b>10.520</b>	<b>10.520</b>	<b>10.520</b>	<b>10.520</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	1.760	1.810	349	349	349	349
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	5.838	6.788	8.003	8.003	8.003	8.003
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	2.817	1.947	2.168	2.168	2.168	2.168
<b>Anteile Dritter</b>	<b>-406</b>	<b>268</b>	<b>238</b>	<b>231</b>	<b>258</b>	<b>304</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>19.224</b>	<b>19.741</b>	<b>20.256</b>	<b>20.091</b>	<b>20.507</b>	<b>21.216</b>
<b>Passiva</b>	<b>36.688</b>	<b>34.741</b>	<b>36.628</b>	<b>34.679</b>	<b>35.107</b>	<b>35.908</b>
<b><u>Kennzahlen</u></b>						
Current ratio	1,36	1,83	1,46	1,70	1,88	2,07
Quick ratio	1,28	1,70	1,35	1,53	1,71	1,90
Financial Leverage	1,91	1,76	1,81	1,73	1,71	1,69
Buchwert je Aktie	7,26	7,46	7,14	6,64	6,78	7,01
Nettoverbindlichkeiten	-1.367	158	-1.307	-1.300	-1.850	-2.532
Return on Equity (ROE)	1,8%	6,4%	-2,9%	-0,8%	2,0%	3,3%



## Kapitalflussrechnung

Alle Angaben in Tsd EUR	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>EBIT</b>	<b>743</b>	<b>-335</b>	<b>-742</b>	<b>-141</b>	<b>396</b>	<b>737</b>
Abschreibungen	944	973	1.156	1.134	1.110	964
<b>EBITDA</b>	<b>1.687</b>	<b>638</b>	<b>414</b>	<b>993</b>	<b>1.507</b>	<b>1.701</b>
Investitionen ins Working Capital	-113	-1.161	1.916	-110	-124	-116
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-566	-160	-9	-31	47	18
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>1.008</b>	<b>-683</b>	<b>2.321</b>	<b>852</b>	<b>1.430</b>	<b>1.604</b>
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-491	-647	-687	-563	-587	-614
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-487	-358	-271	-296	-293	-307
<b>Freier Cashflow</b>	<b>30</b>	<b>-1.688</b>	<b>1.363</b>	<b>-7</b>	<b>550</b>	<b>682</b>
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>626</b>	<b>-437</b>	<b>-1.044</b>	<b>-1.791</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Sonstige	-3.222	1.662	434	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-2.566</b>	<b>-463</b>	<b>753</b>	<b>-1.798</b>	<b>550</b>	<b>682</b>
Cash am Anfang der Periode	6.055	3.687	3.026	3.497	1.699	2.249
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>3.489</b>	<b>3.224</b>	<b>3.779</b>	<b>1.699</b>	<b>2.249</b>	<b>2.931</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>0,64</b>	<b>0,24</b>	<b>0,15</b>	<b>0,33</b>	<b>0,50</b>	<b>0,56</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	-63,3%	67,8%	12,2%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	24,1%
EBITDA je Aktie	n.a.	-62,2%	-39,5%	124,9%	51,6%	12,9%

**FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE**

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	12. Juli 2007	€12,43	Buy	€20,00
2...27	↓	↓	↓	↓
28	23. Juli 2012	€2,74	Buy	€5,40
29	2. November 2012	€3,33	Buy	€5,20
30	18. März 2013	€2,81	Buy	€5,20
31	Heute	€2,95	Buy	€5,20

Jens Hasselmeier

First Berlin  
Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34  
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 93 96 83  
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, Jens Hasselmeier, 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**

First Berlins Researchberichte sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

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.