

Empfehlung:
KAUFEN (KAUFEN)

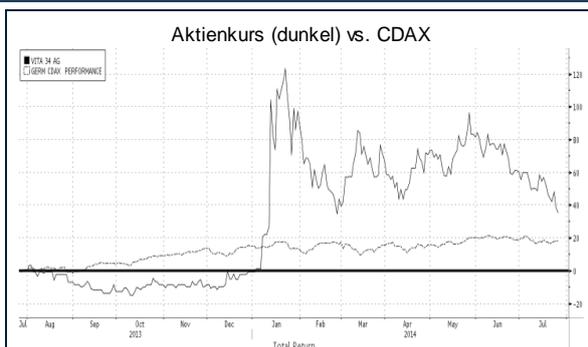
Risiko:
HOCH (HOCH)

Kursziel:
EUR 6,00 (7,10)

25. Juli 2014

2Q/14 Ergebnisse

- Vita 34 hat Zahlen für 2Q/14 veröffentlicht, die unter unseren Erwartungen liegen. Die Zahl der neuen Einlagerungen von NSB und –gewebe im zweiten Quartal ist auf 1.736 gesunken (VJ: 1.956; yoy -11,2%). Die Summe der betrieblichen Erträge sank auf 3,1 Mio. EUR in 2Q/14 (VJ: 3,6 Mio. EUR.; yoy -13,8%). Der Umsatz verringerte sich auf 2,9 Mio. EUR in 2Q/14 (VJ: 3,3 Mio. EUR; yoy -12%), davon entfielen 2,7 Mio. EUR auf das Segment „Stammzellbanking“ (VJ: 3,1 Mio. EUR). Die Umsatzerlöse im Segment „Biotechnologie“ beliefen sich auf 0,17 Mio. EUR (VJ: 0,22 Mio. EUR).
- Das EBITDA für 2Q/14 ist auf 0,2 Mio. EUR gesunken (VJ: 0,6 Mio. EUR). Dies entspricht einer Marge von 8% (VJ: 16,7%). Das EBIT fiel auf -16 Tsd. EUR (VJ: 252 Tsd. EUR), während die EPS auf -0,02 EUR gefallen sind (VJ: 0,04 EUR).
- Die Umsätze für 2Q/14 waren, sowohl in der DACH Region als auch in Spanien, unterhalb der Vorjahreswerte. Dennoch bleibt Vita 34 zuversichtlich die Ziele für das GJ 2014 zu erreichen (leichter Anstieg der Umsätze und EBITDA auf ca. 3,3 Mio. EUR). Eine einmalige Restrukturierung des Produktionsprozesses zum Ende des 2Q/14 hat zu einer Verschiebung der Umsätze aus dem 2Q/14 in 2H/14 geführt. Obwohl wir erwarten, dass sich die Verschiebung positiv auf die Umsätze und das EBITDA in 2H/14 auswirken wird, wird es aus unsere Sicht schwierig, trotz potenzieller Akquisitionen, ein EBITDA von ~3,3 Mio. EUR zu erreichen.
- Da Akquisitionen ein integraler Bestandteil der Wachstumsstrategie von Vita 34 sind, schließen wir mögliche Übernahmen in 2H/14 nicht aus. Allerdings berücksichtigen unsere Schätzungen kein Akquisitionswachstum.
- Angesichts der schwachen Ergebnisse in 2Q/14, sowie einer langsameren Entwicklung des neuen Angebots für die Kryokonservierung von Nabelschnurgewebe, haben wir unsere Schätzungen reduziert. Aus unserer DCF-basierten Bewertung leitet sich jetzt Kurs von 6.55 EUR je Aktie ab. Wir reduzieren unser Kursziel auf 6,00 EUR (alt: 7,10 EUR), bestätigen aber unsere Kaufempfehlung.



Quelle: CBS Research AG, Bloomberg

Veränd.	2014E		2015E		2016E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	13.3	13.9	13.9	14.2	14.3	14.6
EBITDA	2.8	3.3	3.0	3.4	3.1	3.5
GjA	0.37	0.50	0.42	0.52	0.43	0.53

www.vita34.de

WKN: AOB184

Reuters: V3VGN.DE

Sektor: Healthcare

ISIN: DE000AOBL849

Bloomberg: VSV GR Equity

Unternehmensprofil

Vita 34 AG ist eine private Nabelschnurblutbank in Europa, die sich auf die Entnahme, Aufbereitung und langfristige Einlagerung von Nabelschnurblut- und Gewebe spezialisiert hat.

Aktiendaten:

Aktienkurs (letzter Schlusskurs, EUR):	4.55
Ausstehende Aktien (Mio.):	3.03
Marktkapitalisierung (Mio. EUR):	14.07
Enterprise value (Mio. EUR):	11.94
Ø tägliches Handelsvolumen (3 Mo., Stk.):	11,854

Performance data:

52 Wochen Hoch (EUR):	7.75
52 Wochen Tief (EUR):	2.64
Absolute Performance (12 Monate):	52.96
Relative Performance: (vs. CDAX)	
1 Monat	-18.96%
3 Monate	-20.0%
6 Monate	47.7%
12 Monate	26.8%

Aktionäre:

HSCI OJSC	17.20%
Landesbank Baden-Württemberg	8.60%
Gründer/Management	18.70%
Streubesitz	55.50%

Finanzkalender:

HV	28. August 2014
3Q/14-Zahlen	23. Oktober 2014

Ersteller: Igor Kim (Analyst)

Close Brothers Seydler Research AG

Telefon: +49 (0) 69-977 84 56 0

E-Mail: research@cbseydlerresearch.ag

www.cbseydlerresearch.ag

GJ.31.12., Mio. EUR	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatzerlöse	17,0	16,0	13,6	13,6	13,3	13,9	14,3
Summe der betrieblichen Erträge	18,1	16,6	14,4	14,9	14,7	15,3	15,7
Bruttoergebnis vom Umsatz	10,8	9,5	8,0	8,1	7,9	8,2	8,5
EBITDA	1,7	0,6	0,4	2,7	2,8	3,0	3,1
EBIT	0,7	-0,3	-0,7	1,5	1,6	1,8	1,9
Nettoergebnis	0,3	1,2	-0,6	0,8	1,1	1,2	1,3
Gewinn je Aktie	0,18	0,48	-0,20	0,28	0,37	0,42	0,43
Bruttomarge	63,8%	59,1%	59,1%	59,5%	59,3%	59,3%	59,3%
EBITDA-Marge	9,9%	4,0%	3,0%	19,6%	20,9%	21,7%	21,7%
EBIT-Marge	4,4%	-2,1%	-5,5%	10,8%	11,8%	13,0%	13,0%
EV/EBITDA	7,1	18,7	28,8	4,5	4,3	4,0	3,9
EV/EBIT	16,1	-35,6	-16,1	8,1	7,6	6,6	6,4
KGV	25,3	9,5	-22,8	16,3	12,2	10,8	10,5

Quelle: Vita 34 AG; CBS Research AG

Kennzahlenanalyse

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Bewertungsmultiplikatoren und Dividendenrendite								
EV / Umsatz	0,8	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
EV / EBITDA (x)	n.m.	7,1	18,7	28,8	4,5	4,3	4,0	3,9
EV / EBIT (x)	n.m.	16,1	(35,6)	(16,1)	8,1	7,6	6,6	6,4
KGV (x)	n.m.	25,3	9,5	(22,8)	16,3	12,2	10,8	10,5
Kurs / Buchwert je Aktie (x)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Kennzahlen je Aktie								
Gewinn je Aktie (unverwässert)	0,23	0,18	0,48	-0,20	0,28	0,37	0,42	0,43
CPS (operativer Cashflow je Aktie)	0,43	0,38	-0,26	0,72	0,59	0,56	0,80	0,85
Free Cash Flow je Aktie	-0,08	-1,33	-0,06	0,40	0,34	0,23	0,45	0,49
Buchwert je Aktie (exkl. Minderheitsanteile)	7,13	6,98	7,46	7,14	6,97	7,34	7,76	8,20
Veränderung gegenüber Vorjahr in %								
Umsatz (%)	0,9%	12,4%	-5,7%	-15,0%	-0,4%	-1,8%	4,5%	2,7%
Bruttoergebnis vom Umsatz (%)	3,4%	6,7%	-12,6%	-15,0%	0,2%	-2,2%	4,5%	2,7%
EBITDA (%)	-140,5%	128,3%	-62,2%	-35,1%	542,0%	4,4%	8,8%	2,6%
EBIT (%)	-107,1%	358,6%	-145,1%	121,5%	-298,0%	7,1%	14,6%	2,9%
Nettoergebnis (%)	-134,8%	-19,0%	161,3%	-145,9%	-244,7%	34,6%	13,1%	3,0%
Profitabilität								
Bruttomarge (%)	67,2%	63,8%	59,1%	59,1%	59,5%	59,3%	59,3%	59,3%
EBITDA-Marge (%)	4,9%	9,9%	4,0%	3,0%	19,6%	20,9%	21,7%	21,7%
EBIT-Marge (%)	1,1%	4,4%	-2,1%	-5,5%	10,8%	11,8%	13,0%	13,0%
EBT-Marge (%)	4,4%	3,9%	-3,1%	-6,3%	9,9%	11,9%	13,0%	13,0%
Nettomarge (%)	3,9%	2,8%	7,9%	-4,3%	6,2%	8,5%	9,2%	9,2%
ROCE (EBIT / Ø Capital Employed)	0,8%	3,5%	-1,5%	-3,3%	6,5%	6,7%	7,3%	7,1%
ROE (Nettoergebnis / Ø Eigenkapital)	3,2%	2,6%	6,5%	-2,9%	4,0%	5,2%	5,5%	5,4%
ROTA (EBIT / Ø Bilanzsumme)	1,9%	1,4%	3,5%	-1,6%	2,3%	3,1%	3,5%	3,4%
Solvabilität								
Nettoverschuldung (in Mio. EUR)	-4,6	0,1	0,2	-1,4	-2,6	-3,3	-4,6	-6,1
EK-Quote (%)	60,6%	51,3%	57,6%	56,0%	59,8%	61,9%	62,8%	63,7%
Zinsdeckungsgrad (EBIT / Zinsaufwand) (%)	1,0	2,6	-1,3	-3,6	7,2	26,3	30,1	31,0
Anlagevermögen / Investitionen								
Anlagenintensität	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Investitionen (in Mio. EUR)	-0,7	-5,2	-1,0	-1,0	-0,8	-1,1	-1,1	-1,2
Investitionen / Abschreibungen (%)	93,8%	108,2%	66,5%	62,5%	43,4%	42,2%	43,6%	43,9%
Investitionen / Umsatz (%)	3,6%	6,0%	4,0%	5,3%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Abschreibungen / Umsatz (%)	3,8%	5,6%	6,1%	8,5%	8,8%	9,0%	8,7%	8,7%

Quelle: Bloomberg; CBS Research AG

Gewinn- und Verlustrechnung

IFRS Mio. EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	15,0	15,1	17,0	16,0	13,6	13,6	13,3	13,9	14,3
Veränderung zum Vorjahr in %	-3,0%	0,9%	12,4%	-5,7%	-15,0%	-0,4%	-1,8%	4,5%	2,7%
Umsatzkosten	-5,1	-5,0	-6,1	-6,5	-5,6	-5,5	-5,4	-5,7	-5,8
in % des Umsatzes	-34,4%	-32,8%	-36,2%	-40,9%	-40,9%	-40,5%	-40,7%	-40,7%	40,7%
Bruttoergebnis vom Umsatz	9,8	10,1	10,8	9,5	8,0	8,1	7,9	8,2	8,5
in % des Umsatzes	65,6%	67,2%	63,8%	59,1%	59,1%	59,5%	59,3%	59,3%	59,3%
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	0,6	1,1	0,6	0,7	1,4	1,4	1,4	1,5
in % des Umsatzes	4,9%	3,7%	6,6%	3,8%	5,5%	10,2%	10,6%	10,2%	10,2%
Vertriebskosten	-9,6	-7,6	-7,2	-7,0	-5,8	-4,7	-4,7	-4,8	-4,9
in % des Umsatzes	-64,4%	-50,5%	-42,7%	-43,6%	-42,4%	-34,7%	-35,4%	-34,3%	34,3%
Verwaltungskosten	-2,9	-2,8	-3,0	-2,9	-3,1	-2,9	-2,9	-3,0	-3,1
in % des Umsatzes	-19,6%	-18,3%	-18,0%	-18,3%	-22,7%	-21,4%	-22,0%	-21,5%	21,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,2	-0,1	-0,9	-0,5	-0,7	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
in % des Umsatzes	-1,6%	-0,9%	-5,4%	-3,1%	-5,0%	-2,9%	-0,6%	-0,6%	0,6%
Betriebsergebnis (EBITDA)	-1,8	0,7	1,7	0,6	0,4	2,7	2,8	3,0	3,1
in % des Umsatzes	-12,2%	4,9%	9,9%	4,0%	3,0%	19,6%	20,9%	21,7%	21,7%
Abschreibungen und Wertminderungen	-0,4	-0,6	-0,9	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
in % des Umsatzes	-3,0%	-3,8%	-5,6%	-6,1%	-8,5%	-8,8%	-9,0%	-8,7%	8,7%
Ergebnis vor Zinsen und Ertragssteuern (EBIT)	-2,3	0,2	0,7	-0,3	-0,7	1,5	1,6	1,8	1,9
in % des Umsatzes	-15,2%	1,1%	4,4%	-2,1%	-5,5%	10,8%	11,8%	13,0%	13,0%
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	-2,4	0,7	0,7	-0,5	-0,9	1,3	1,6	1,8	1,9
in % des Umsatzes	-15,9%	4,4%	3,9%	-3,1%	-6,3%	9,9%	11,9%	13,0%	13,0%
Ertragsteuerertrag	0,4	-0,1	-0,3	1,7	0,2	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
in % EBT	17,5%	9,4%	47,6%	340,1%	-28,8%	-41,3%	-32,0%	-32,0%	-32,0%
Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen	-2,0	0,6	0,3	1,2	-0,6	0,8	1,1	1,2	1,3
in % des Umsatzes	-13,1%	3,9%	2,1%	7,4%	-4,5%	5,8%	8,1%	8,8%	8,8%
<i>Davon:</i>									
Minderheitsanteile	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Nettoergebnis	-2,0	0,6	0,5	1,3	-0,6	0,8	1,1	1,3	1,3
in % des Umsatzes	-13,1%	3,9%	2,8%	7,9%	-4,3%	6,2%	8,5%	9,2%	9,2%
Ergebnis je Aktie									
Ergebnis je Aktie (unverwässert)	-0,64	0,23	0,18	0,48	-0,20	0,28	0,37	0,42	0,43
Ergebnis je Aktie (verwässert)	-0,74	0,23	0,18	0,48	-0,20	0,28	0,37	0,42	0,43

Quelle: Vita 34 AG; CBS Research AG

Bilanz	IFRS Mio. EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Aktiva										
Langfristige Vermögenswerte		19,8	19,4	26,5	27,1	28,4	27,3	27,2	27,1	27,0
in % der Bilanzsumme		65,2%	62,2%	72,4%	77,9%	77,7%	76,6%	75,2%	72,1%	69,2%
Immaterielle Vermögenswerte		12,8	12,7	20,4	20,1	21,4	21,1	20,8	20,6	20,4
Sachanlagen		3,1	3,3	3,8	4,2	4,5	4,8	4,9	5,1	5,2
Andere langfristige Vermögenswerte		3,9	3,4	2,3	2,8	2,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Kurzfristige Vermögenswerte		10,6	11,8	10,1	7,7	8,2	8,3	9,0	10,5	12,0
in % der Bilanzsumme		0,3	37,8%	27,6%	22,1%	22,3%	23,4%	24,8%	27,9%	30,8%
Vorräte		0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		1,6	2,3	2,9	2,7	2,7	2,8	2,7	2,8	2,9
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte		1,1	0,8	1,4	1,4	1,4	2,1	2,1	2,1	2,1
Kurzfristige Finanzinvestitionen		0,9	2,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente		6,4	6,1	3,7	3,0	3,5	2,9	3,6	5,0	6,4
Summe Aktiva		30,3	31,2	36,7	34,7	36,6	35,6	36,1	37,6	39,0
Eigenkapital und Schulden										
Eigenkapital		18,1	18,9	18,8	20,0	20,5	21,3	22,4	23,6	24,9
in % der Bilanzsumme		59,7%	60,6%	51,3%	57,6%	56,0%	59,8%	61,9%	62,8%	63,7%
Eigenkapital der Vita 34 Aktionäre		18,1	18,9	18,5	19,7	20,3	21,1	22,2	23,5	24,8
Anteile von Minderheitsgesellschaften		0,0	0,0	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0
Langfristige Schulden		8,6	8,8	10,4	10,5	10,5	10,4	10,4	10,5	10,6
in % der Bilanzsumme		28,3%	28,2%	28,4%	30,4%	28,7%	29,1%	28,8%	27,9%	27,0%
Verzinsliches Darlehen		1,5	1,4	1,8	1,8	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Abgegrenzte Erlöse		5,4	5,6	5,8	6,8	8,0	8,2	8,2	8,3	8,4
Andere langfristige Schulden		1,7	1,8	2,8	1,9	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Kurzfristige Schulden		3,6	3,5	7,5	4,2	5,6	4,0	3,3	3,5	3,6
in % der Bilanzsumme		11,9%	11,2%	20,3%	12,1%	15,3%	11,1%	9,3%	9,3%	9,3%
Abgegrenzte Erlöse		0,5	0,6	1,1	1,2	1,4	1,4	1,5	1,7	1,8
Schulden aus Lieferungen und Leistungen		1,1	0,8	0,9	0,6	1,2	1,1	0,8	0,8	0,8
Sonstige Schulden		2,0	2,0	5,5	2,3	3,1	1,4	1,0	1,0	0,8
Summe Passiva		30,3	31,2	36,7	34,7	36,6	35,6	36,1	37,6	39,0

Quelle: Vita 34 AG, CBS Research AG

Kapitalflussrechnung

IFRS Mio. EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EBT	-2,4	0,7	0,7	-0,5	-0,9	1,3	1,6	1,8	1,9
Abschreibungen	0,4	0,6	0,9	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Gewinne/Verluste auf dem Abgang von langfristigen Vermögenswerten	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere nicht zahlungswirksame Aufwendungen/Erträge	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Aufwendungen für aktienbasierte Vergütung	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzertäge	-0,5	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Finanzaufwendungen	0,6	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Veränderungen der Forderungen und sonstigen Vermögenswerten	-0,8	-0,2	-0,2	0,3	0,5	-0,5	0,1	-0,2	0,0
Veränderungen der Vorräte	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Veränderungen der Schulden	-0,2	0,1	-0,2	-2,7	0,1	-0,1	-0,6	0,0	0,0
Veränderungen der Rückstellungen	-0,2	0,3	-0,3	0,0	0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,0
Veränderungen der abgegrenzten Erlöse	0,3	0,3	0,3	1,1	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Gezahlte Zinsen	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Gezahlte Ertragsteuern	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,5	-0,6	-0,6
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	-2,9	1,1	1,0	-0,7	2,0	1,8	1,7	2,4	2,6
Cashflow aus Investitionstätigkeit	0,3	-1,4	-4,5	0,5	-0,9	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	-0,1	1,0	-0,3	-0,8	-1,6	0,0	0,0	0,0
Veränderungen der Zahlungsmittel aus Änderungen des Konsolidierungskreises	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoveränderungen der Zahlungsmittel	-2,6	-0,3	-2,6	-0,5	0,5	-0,6	0,7	1,4	1,5
Zahlungsmittel am Anfang der Berichtsperiode	9,0	6,4	6,0	3,5	3,0	3,5	2,9	3,6	5,0
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente am Ende der Berichtsperiode	6,4	6,0	3,5	3,0	3,5	2,9	3,6	5,0	6,4

Quelle: Vita 34 AG; CBS Research AG

Research



Schillerstrasse 27 - 29
60313 Frankfurt am Main

Phone: +49 (0)69 – 977 8456-0

Roger Peeters Member of the Board	+49 (0)69 - 977 8456- 12 Roger.Peeters@cbseydlerresearch.ag	Igor Kim (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 15 Igor.Kim@cbseydlerresearch.ag
Martin Decot (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 13 Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag	Daniel Kukalj (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 21 Daniel.Kukalj@cbseydlerresearch.ag
Gennadij Kremer (Corporate Credit)	+49 (0)69 - 977 8456- 23 Gennadij.Kremer@cbseydlerresearch.ag	Manuel Martin (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 18 Manuel.Martin@cbseydlerresearch.ag
Carsten Kunold (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 28 Carsten.Kunold@cbseydlerresearch.ag	Roland Pfänder (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 26 Roland.Pfaender@cbseydlerresearch.ag
Felix Parmantier (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 22 Felix.Parmantier@cbseydlerresearch.ag	Michele Sassano (Support)	+49 (0)69 - 977 8456- 17 Michele.Sassano@cbseydlerresearch.ag
Dr. Oliver Pucker (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 27 Oliver.Pucker@cbseydlerresearch.ag	Marcus Silbe (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 14 Marcus.Silbe@cbseydlerresearch.ag
Nicolas Pütz (Support)	+49 (0)69 - 977 8456- 24 Nicolas.Puetz@cbseydlerresearch.ag	Veysel Taze (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 18 Veysel.Taze@cbseydlerresearch.ag
Simone Steymann (Support)	+49 (0)69 - 977 8456- 25 Simone.Steymann@cbseydlerresearch.ag	Sergey Weinberg (Corporate Credit)	+49 (0)69 - 977 8456- 20 Sergey.Weinberg@cbseydlerresearch.ag
Ivo Višić (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 19 Ivo.Visic@cbseydlerresearch.ag		

Institutional Sales



Schillerstrasse 27 – 29
60313 Frankfurt am Main

Phone: +49 (0)69 – 9 20 54-400

Karl Filbert (Head of Sales)	+49 (0)69 -9 20 54-104 Karl.Filbert@cbseydler.com	Klaus Korzilius (Benelux, Scandinavia)	+49 (0)69 -9 20 54-114 Klaus.Korzilius@cbseydler.com
Sebastian Holl (Head of Sales Trading)	+49 (0)69 -9 20 54-119 Sebastian.Holl@cbseydler.com	Dr. James Jackson (UK, Ireland)	+49 (0)69 -9 20 54-113 James.Jackson@cbseydler.com
Bruno de Lencquesaing (Benelux, France)	+49 (0)69 -9 20 54-116 Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com	Markus Laifle (Sales Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-120 Markus.Laifle@cbseydler.com
Claudia Jurewecz (Germany, Austria, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-106 Claudia.Jurewecz@cbseydler.com	Enikő-Sofia Matyas (Germany, France)	+49 (0)69 -9 20 54-115 Enikoe-Sofia.Matyas@cbseydler.com
Angela Leser (Germany, Austria, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-111 Angela.Leser@cbseydler.com	Carsten Schlegel (Sales Trading)	+49 (0)69 -9 20 54-137 Carsten.Schlegel@cbseydler.com
Carsten Pfersdorf (Sales Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-168 Carsten.Pfersdorf@cbseydler.com	Bas-Jan Walhof (Benelux, Scandinavia)	+49 (0)69 -9 20 54-105 Bas-Jan.Walhof@cbseydler.com
Christopher Seedorf (Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-110 Christopher.Seedorf@cbseydler.com		

Haftungserklärung (Disclaimer) und Angaben gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie entsprechend den Bestimmungen der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

Diese Studie wurde unabhängig von der analysierten Gesellschaft von Close Brothers Seydler Research AG und/oder Kooperationspartnern sowie dem/den auf der Titelseite genannten Analysten (nachstehend einzeln oder gemeinsam als „Verfasser“ bezeichnet) verfasst. Weder Close Brothers Seydler Research AG, noch Close Brothers Seydler Bank AG oder Kooperationspartner, die Gesellschaft oder ihre Gesellschafter haben die in dieser Studie enthaltenen Informationen unabhängig geprüft.

§ 34b WpHG setzt gemeinsam mit den Bestimmungen der FinAnV eine Sicherheitsanalyse voraus, die mögliche Interessenskonflikte mit der Gesellschaft, die Gegenstand der Finanzanalyse ist, aufzeigt.

Close Brothers Seydler Research AG ist eine Tochtergesellschaft im Mehrheitsbesitz von Close Brothers Seydler Bank AG (nachstehend „CBS“). Close Brothers Seydler Research AG (nachstehend „CBSR“) fertigt sein Research und seine Analysen jedoch unabhängig von CBS an. CBS bietet ein umfangreiches Serviceangebot an, das über Investment Banking und Liquiditätsbeschaffung (Designated Sponsoring) hinausgeht. CBS kann mit der analysierten Gesellschaft die folgenden Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- a. CBS hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital der analysierten Gesellschaft.
- b. CBS war an der Führung eines Konsortiums (Lead oder Co-Lead) beteiligt, welches als Selling Agent für die Emission von Finanzinstrumenten fungierte, die selbst oder deren Emittent innerhalb der letzten 12 Monate Gegenstand dieser Studie sind.
- c. CBS hat innerhalb der letzten 12 Monate Investment Banking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde.
- d. CBS fungiert als Designated Sponsor für die Wertpapiere der Gesellschaft, geregelt durch einen bestehenden Designated Sponsorship Vertrag. Diese Dienstleistung enthält auch das Stellen von Geld und Briefkursen. Auf Grundlage des Designated Sponsoring Vertrages kann CBS regelmäßig Anteile an der Gesellschaft halten und eine Vergütung oder Honorar für seine Dienstleistungen vereinnahmen.
- e. Der Designated Sponsoring Vertrag beinhaltet ein vertraglich vereinbartes Honorar für Research-Dienstleistungen.
- f. Das Unternehmen, das Gegenstand der Analyse ist, hat sich mit CBSR auf einen Research-Dienstleistungsvertrag geeinigt. CBSR erhält im Gegenzug eine Kompensation.
- g. CBS hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen.

Folgende Interessenskonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie gegeben: d, f

CBS und/oder seine Mitarbeiter oder Kunden dürfen hinsichtlich der in dieser Finanzanalyse angegebenen Wertpapiere oder entsprechenden Finanzinstrumenten Positionen eingehen sowie Käufe und/oder Verkäufe als Auftraggeber oder Vermittler durchführen. CBS ist es gestattet, für das analysierte Unternehmen Investment Banking-, Beratungs- und/oder andere Dienstleistungen zu erbringen und/oder führende Positionen bei den analysierten Gesellschaften einzunehmen. Die Vergütung des Verfassers steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in dieser Studie vertretenen Empfehlungen oder Meinungen.

Bewertungssystem:

CBSR verwendet ein Rating System für die Bewertung von Aktien, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 12 Monaten:

KAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von mindestens +10%.

HALTEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses zwischen 0% und +10%.

VERKAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von unter 0%.

Das Ratingsystem ist nur eine Orientierung. Demzufolge kann es zu Abweichungen von diesem System kommen.

Bewertungshistorie der vergangenen 12 Monate für die in dieser Studie analysierte Gesellschaft:

Datum	Empfehlung	Aktienkurs zum Zeitpunkt der Analyse	Kursziel
25. Juli 2014	KAUFEN (Update)	EUR 4,55	EUR 6,00
13. Mai 2014	KAUFEN (Initialstudie)	EUR 5,16	EUR 7,10

Risikokalierung:

CBSR verwendet ein Rating System für die Bewertung von Risiken, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 12 Monaten:

GERING: Volatilität wird niedriger als beim Vergleichsindex erwartet

MITTEL: Volatilität wird konform zum Vergleichsindex erwartet
HOCH: Volatilität wird höher als beim Vergleichsindex erwartet

Die folgenden Bewertungsmethoden werden zur Bewertung von Unternehmen herangezogen: Multiplikatorenmodelle (KGV, Kurs/Cash Flow, Kurs/Buchwert, Unternehmenswert (EV)/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Liquidationswertansätze oder Bewertungsverfahren von Vermögenswerten. Die Bewertungsmodelle werden von makroökonomischen Größen wie Zinsen, Wechselkursen, Rohstoffpreisen und Konjunkturschätzungen beeinflusst. Zudem beeinflussen auch Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und Bilanz sind stichtagsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit mit vorheriger Ankündigung ändern.

Die in dieser Studie enthaltenen Meinungen und Prognosen stammen ausschließlich von dem Verfasser der Studie. Die für die Erstellung der Studie herangezogenen wesentlichen Informationsquellen sind Veröffentlichungen in nationalen und internationalen Medien wie Informationsdiensten (u.a. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX), Fachpresse (u.a. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times), Fachpublikationen, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Zudem fanden im Vorfeld der Unternehmensstudie Gespräche mit der Geschäftsleitung statt. Teile der Studie wurden dem Emittenten möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt. Danach wurden keine wesentlichen Änderungen mehr vorgenommen. Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Daten, die für zuverlässig gehalten werden. Der Verfasser kann jedoch die Richtigkeit und Vollständigkeit der Daten nicht gewährleisten. Die hier enthaltenen Meinungen und Schätzungen wurden nach derzeit bestem Wissen vorgenommen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Mögliche Fehler oder Unvollständigkeiten der Informationen begründen keine Gewährleistungsansprüche, weder in Bezug auf indirekte oder direkte Schäden noch auf Folgeschäden. Die Darstellung der analysierten Gesellschaft spiegelt die persönliche Meinung des Verfassers wieder. Alle Mitarbeiter der Gesellschaft des Verfassers, die an der Erstellung der Studie oder der Finanzanalyse beteiligt waren, unterliegen hausinternen Compliance-Regelungen.

Die Studie dient Informationszwecken und sollte nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung verstanden werden, in dieser Studie genannte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich direkt oder als Folge aus der Nutzung von Informationen aus dieser Studie begründen. Die Studie ist vertraulich und wird nur an einen ausgewählten Empfängerkreis versandt. Die Studie wurde ausschließlich für professionelle Investoren erstellt und richtet sich nicht an Privatanleger. Daher sollte sie nicht an derartige Personenkreise weitergegeben werden. Weiterhin darf die Studie elektronisch verschickt werden, bevor sie in ausgedruckter Form zur Verfügung steht. Es ist ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis des Verfassers nicht gestattet, die Studie für andere Investmentfirmen oder Einzelpersonen zu vervielfältigen (weder gesamt noch in Teilen). Der Verfasser ist weder in Großbritannien noch in einer Genehmigungsbehörde in den USA registriert.

Es wurde im Voraus nicht festgelegt, ob und in welchen Zeitabständen diese Studie aktualisiert wird. Falls nicht anders angegeben, beziehen sich die aktuellen Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern, d.h. die enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Verfassers zum Veröffentlichungstag dieser Studie wieder.

Diese Finanzanalyse wurde erstellt, um institutionelle Investoren zu informieren, damit diese ihre eigenen Investitionsentscheidungen treffen können. Sie wurde nicht erstellt, um einen spezifischen Investor hinsichtlich seiner Investitionen zu beraten. Durch die Annahme dieser Studie bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen. Die Studie unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Dieses Dokument ist lediglich Investoren in den US angedient, die (i) „maßgebliche institutionelle Investoren“ (nach Regelung der SEC Rule 15a-6 sowie dem entsprechenden anwendbaren Interpretationen) und auch „qualifizierte institutionelle Käufer“ (QIBs) unter Anwendung der SEC Rule 144A veröffentlicht durch die Börsenaufsichtsbehörde SEC entsprechend des Wertpapiergesetzes von 1933, novelliert als der („Securities Act“) oder (ii) Investoren, die nicht „US Personen“ unter Anwendung der Regulierung S nach dem „Securities Act“ und dazu gehörenden anwendbaren Interpretationen sind. Das Angebot oder der Verkauf bestimmter Wertpapiere an QIB's kann nach Maßregelung der Regel 144A erfolgen. Solche Wertpapiere können auch unter Beabsichtigung der Umgehung von Regulierung S außerhalb der USA angebotene und verkaufte Wertpapiere darstellen. Dieses Dokument stellt in keiner Hinsicht ein Angebot oder eine Interessensbekundung zum Verkauf von sämtlichen Wertpapieren nach Regulierung S dar. Sämtliche dieser Wertpapiere können zu diesem Zeitpunkt nicht US-Personen angeboten oder verkauft werden sowie nur an US-Personen wiederverkauft werden, wenn diese Wertpapiere nach dem Wertpapiergesetz von 1933, wie novelliert, und anwendbaren staatlichen Wertpapiergesetzen registriert sind, oder eine Ausnahmeregelung von der Regulierung verfolgen.

Dieses Dokument ist zum Vertrieb lediglich an Personen im oder aus dem Vereinigten Königreich gerichtet, die autorisiert sind oder nach Maßgabe des „Financial Services and Markets Act 2000“ oder jeglichem dem zugrundeliegenden Auftrag des Vereinigten Königreichs ausgenommene Personen sind oder an professionelle Investoren nach Definition der Section 19 des „Financial Services and Markets Act (Financial Promotion)“ Order 2005 und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Dieses Dokument ist in Kanada nur für Pensionsfonds, Mutual Funds, Banken, Asset Manager und

Versicherungsgesellschaften bestimmt. Der Vertrieb dieses Dokuments unter anderen Gerichtsbarkeiten kann durch das Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Insbesondere darf dieses Dokument, weder direkt noch indirekt, nicht nach Japan oder an jegliche dort ansässige Personen versandt oder vertrieben werden.

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Graurheindorferstraße 108
53117 Bonn

und

Marie-Curie-Str. 24-28
60439 Frankfurt

Close Brothers Seydler
Research AG

Schillerstraße 27-29
60313 Frankfurt am Main
www.cbseidlerresearch.ag
Tel.: 0049 - (0)69 - 97 78 45 60