

Vita 34 AG

KAUFEN (KAUFEN) | Kursziel 7,50 EUR (6,10 EUR)

Aktienkurs (letzter Schlusskurs) : EUR 6,95 | Kurspotenzial : 8%

Veränderung EPS	2016e +3%	2017e -
--------------------	--------------	------------

Vita 34 bestätigt Profitabilität in 2014, erster Dividendenvorschlag treibt Kurs

Mittwoch, 15. April 2015



Aktienkennzahlen

V3V GY | V3VGn.f

Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	22,0
Enterprise value (Mio. EUR)	18,9
Extrema 12 Monate	7,3 3,6
Streubesitz (%)	71,8%

Performance (%)

	1m	3m	12m
Absolut	29,6	39,6	48,2
Rel. Perf. "Sektor"	22,1	15,1	1,5
Rel. Perf. CDAX	25,0	11,7	12,2

Kennzahlen

	12/15e	12/16e	12/17e
Umsatz (Mio. EUR)	14,2	14,5	14,8
EBITDA (Mio. EUR)	2,8	3,0	3,1
EBIT (Mio. EUR)	1,6	1,8	1,8
Nettoergebnis (Mio. EUR)	1,1	1,2	1,2
Gewinn je Aktie (EUR)	0,37	0,39	0,41
Dividende je Aktie (EUR)	0,15	0,15	0,17
KGV (x)	19,7	18,5	17,8
P/B (x)	1,0	0,9	0,9
Dividendenrendite (%)	2%	2%	2%
FCF-Rendite (%)	4%	7%	8%
EV/Umsatz (x)	1,3	1,3	1,3
EV/EBITDA (x)	6,7	6,3	6,2
EV/EBIT (x)	11,4	10,6	10,2
Gearing (%)	-17%	-21%	-26%
Nettoverschuldung/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.

Finanzkalender

1Q15 Bericht	23. April 2015
--------------	----------------

Rückblick auf die Ergebnisse 2014

Mit einem organischen Umsatzwachstum von 1,7% hat Vita 34 das GJ14 abgeschlossen und mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes auch die vorläufigen Zahlen bestätigt. Ein gut verlaufenes 4Q führte zu einem Gesamtjahres-Umsatz von 13,8 Mio. EUR (VJ: 13,6 Mio. EUR). EBITDA konnte sowohl absolut als auch relativ leicht gesteigert werden und erreichte 2,8 Mio. EUR, entsprechend einer Marge von 20,1% (VJ: 2,7 Mio. EUR/ Marge 19,6%). Das EBIT verbesserte sich auf 1,7 Mio. EUR (VJ: 1,5 Mio. EUR). Mit einem verbesserten positiven Finanzergebnis von 7 Tsd. EUR (VJ: -126 Tsd. EUR) fiel die Steigerung des Netto-ergebnisses von 0,8 Mio. EUR auf 1,0 Mio. EUR überproportional aus.

Ausblick auf 2015E und die nächsten Jahre

In dem Geschäftsbericht bestätigte Vita 34 den Ausblick für 2015. Die Gesamtleistung (Umsatz und sonstige betriebliche Erträge) und das EBITDA sollen sich in Höhe des Vorjahresniveaus (~15,2 Mio. EUR bzw. ~2,8 Mio. EUR) bewegen. Ebenfalls soll sich die EBITDA-Marge, das EBIT und die Anzahl der neu eingelagerten Stammzelldepots auf Vorjahresniveau bewegen. Mittelfristig rechnet Vita 34 mit Umsatzsteigerungen von ~10% p.a. und einer stabilen EBITDA-Marge von mehr als 20%. Die Einlagerung/Vermarktung von Nabelschnurgewebe und die Entwicklung weiterer Projekte im Bereich Stammzellen fungieren dabei als Wachstumstreiber.

Dividende und Multiples: Für den Kurs ist noch Platz nach oben

Wie bereits in den letzten Updates angesprochen, bietet Vita 34 eine solide Bilanzstruktur sowie eine nachhaltige Profitabilität, die in den kommenden Jahren weiter an Fahrt zulegen sollte. Gerade im Hinblick auf einen nachhaltigen operativen Cashflow kann Vita 34 mit dem Geschäftsmodell punkten (die Lagerung der Produkte kann viele Jahre und Jahrzehnte umfassen bevor sie zur Anwendung kommen, bis dahin fallen jährlich entsprechende Gebühren an). Wir erwarten eine Free Cashflow Rendite von 4% in 2015E und 7% in 2016E. Durch den ausreichenden Bestand an liquiden Mitteln fallen die EV-Multiples gering aus (EV/EBITDA von 6,7x für 2015E und 6,3x in 2016E).

Die Equity-Story von Vita34 bietet derzeit drei Treiber, die dem Aktienkurs weiter Auftrieb geben sollten: 1) Wir erwarten, dass Vita 34 weitere Marktanteile hinzugewinnen wird. 2) Die angekündigte Dividende von 0,15 EUR war eine positive Überraschung und sollte das aktuelle Momentum der Aktie weiter unterstützen. Bezogen auf den aktuellen Kurs, beträgt die Dividendenrendite attraktive 2,1% und spricht vor dem Hintergrund des aktuell niedrigen Zinsumfeldes für ein Engagement in diesen Wert. Zusätzlich gehen wir davon aus, dass der Dividendenvorschlag keine einmalige Entscheidung gewesen ist, womit sich Vita 34 zu einem soliden Value-Unternehmen entwickeln würde. Ein nachhaltiges FCF-Wachstum eröffnet auch die Möglichkeit, die Dividende mittelfristig zu steigern. 3) Der aktuelle Buchwert je Aktie liegt mit 7,29 EUR noch über dem derzeitigen Aktienkurs. Angesichts des stabilen Geschäftsmodells sowie des Ausblicks auf weiterhin positive Nettoergebnisse und Dividendenzahlungen, wäre hier Aufholpotential vorhanden.

Gestützt durch attraktive Multiples, einem nachhaltigen FCF Wachstum, einer erfreulichen Dividendenpolitik und einem Buchwert je Aktie über dem Aktienkurs, heben wir unser Kursziel auf 7,50 EUR (vorher: 6,10 EUR) an und bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Brigitte Julie Thomalla (Analystin)
+49 (0)69 920 54 824
brigitte.thomalla@oddoseydlers.com

Operative Entwicklung in 2014 und Anfang 2015

In dem Segment Stammzelleinlagerung wuchsen die Umsätze in 2014 um 1,5% auf 13,3 Mio. EUR an. Die schwache Entwicklung auf dem spanischen Markt mit einem Umsatzrückgang von 14,8% yoy belastete die erfreuliche Entwicklung in der DACH-Region mit einem Umsatzplus von 6% yoy. Das Biotechnologiesegment konnte ebenfalls im Jahresvergleich auf 501 Tsd. EUR (+8% yoy) zulegen.

In den vergangenen Monaten konnte Vita 34 das strategische Ziel „geographische Expansion“ erfolgreich umsetzen und ist nun in mehr als 20 Ländern aktiv. Europaweit arbeitet Vita 34 mit nunmehr 15.000 Gynäkologen zusammen und besitzt Verträge mit 1.500 Kliniken zur Entnahme von Nabelschnurblut.

Meilensteine

- Markteintritt in Monaco über den italienischen Partner Sorgente in 2014
- Kooperationsvereinbarung mit der litauischen Nabelschnurblutbank „Imunolita“ in 2015

Regionale Präsenz von Vita 34 durch Tochtergesellschaften und Kooperationen

Tochtergesellschaft	Region	Partner	Region
Secuvita	Spanien	Bio Save	Montenegro
Vita 34 Slovakia	Slowakei		Serbien
Vita 34 Österreich	Österreich		Bosnien-Herzegowina
stellacure	Deutschland		Mazedonien
	Italien		Rumänien
	Spanien		Kroatien
			Slowenien
		CordónVida	Chile
		Sorgente	Italien
			Monaco
		biogenini	Bulgarien
		AS "Imunolita"	Litauen
			Estland
			Lettland

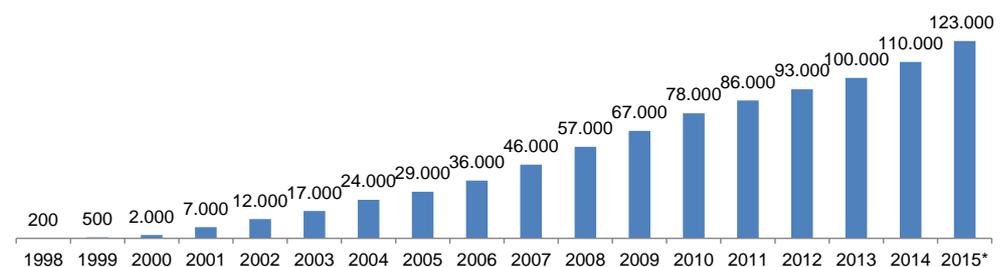
Quelle: Unternehmensangaben, Oddo Seydler Bank AG

Außerhalb Europas ist Vita 34 in Mexiko, Chile und Vietnam aktiv. Ende 2014 wurde ein Letter-of-Intent mit der vietnamesischen Privatklinik Van Hahn Hospital unterzeichnet in dem die Zusammenarbeit zum Aufbau eines Stammzell-Zentrums überprüft wird. Im April 2015 konnte dann der Kooperationsvertrag geschlossen werden.

Entwicklung der Einlagerungen

In 2014 kamen 7.378 Stammzelldepots neu hinzu, was einem Plus von 2,9% yoy entspricht. Zusammen mit den Depots aus der Akquisition von Vivocell beläuft sich der kumulierte Depotbestand auf 123.000 (02.01.2015) gegenüber 110.000 Depots in 2014.

Kumulierte Einlagerungen



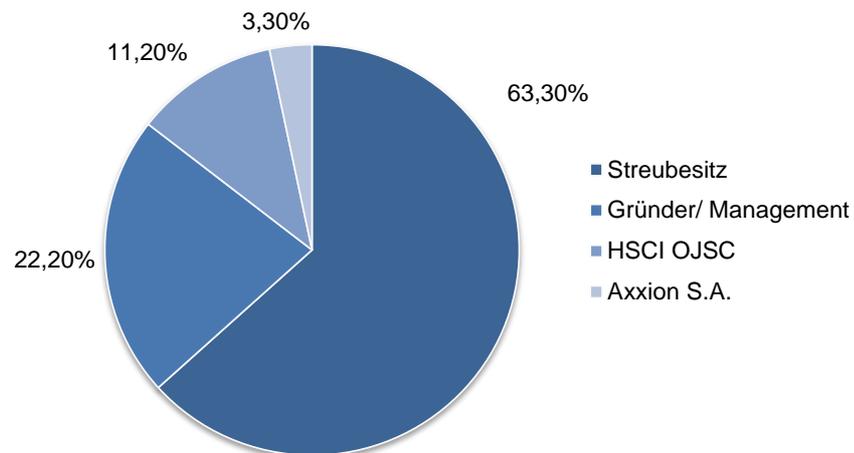
Quelle: Unternehmensangaben (*Stand 02.01.15), Oddo Seydler Bank AG

Veränderung in der Aktionärsstruktur

Im Laufe des vergangenen Jahres und im Frühjahr 2015 fanden einige deutliche Veränderungen innerhalb der Aktionärsstruktur statt. Noch vor einem Jahr hielt die Landesbank Baden-Württemberg noch rund 8,60% der Aktien von Vita 34. Diese Aktien wurden in den vergangenen Monaten sukzessive verkauft und unterschritten am 31.03.15 die meldepflichtige Schwelle von 3%. Damit könnte der Weg nun offen sein für weiter Kursanstiege, da der Verkaufsdruck von Seiten der LBBW abgenommen hat.

Als weiterer strategischer Investor kam hingegen Axxion hinzu. Axxion beteiligt sich u.a. bei Unternehmen, die Produkte für Kinder und Familien anbieten.

Aktuelle Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmensangaben (Stand 10. April 2015), Oddo Seydler Bank AG

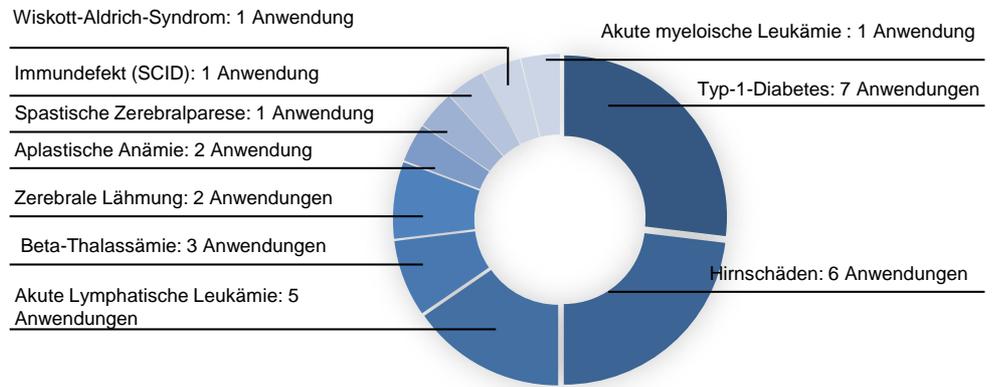
Wie haben sich die Behandlungsmöglichkeiten bei Stammzellen entwickelt?

Stammzellen aus Knochen, Blut und Nabelschnurblut/-gewebe können bei verschiedenen Krankheitsindikationen eingesetzt werden. Unter anderem bei folgenden Krankheiten werden Stammzellen in der Standardtherapie eingesetzt:

- Leukämien und Lymphome
- Multiple Myeloma und andere Plasmazellerkrankungen
- Aplastische Anämie und anderes Knochenmarkversagen
- SCID und andere erbliche Erkrankungen des Immunsystems
- Hämoglobinopathien
- Hurler-Syndrom und andere erbliche Stoffwechselstörungen
- Myelodysplastische und myeloproliferative Erkrankungen
- Familiäre Lymphohistiozytose

Von den 63 therapeutischen Anwendungen von Stammzellen, die Cord Blood Europe (CBE), einer europäischen Gesellschaft für private Nabelschnurblutbanken, berichtet wurden, sind 28 Anwendungen (44%) mit Präparaten von Vita 34 durchgeführt worden (Stand: März 2015). In 2014 wurden 3 Anwendungen mit Präparaten von Vita 34 durchgeführt.

Therapeutische Anwendungen mit Stammzelldepots von Vita 34



Quelle: Unternehmensangaben, Cord Blood Europe, Oddo Seydler Bank AG

Zurzeit laufen mehrere klinische Studien, die die Anwendung von autologen Stammzellen bei Autoimmunerkrankungen, Stoffwechselerkrankungen, Hirnschäden und insbesondere bei regenerativen Methoden zur Wiederherstellung einzelner Gewebe und Organersatz untersuchen. Ende März 2015 wurden auf der Seite „clinicaltrials.gov“ über 4800 klinische Studien zum Thema „Stammzellen“ gelistet (u.a. bereits abgeschlossene Studien). Darunter bezogen sich über 300 Studien explizit auf Stammzellen aus Nabelschnurblut. Über die Hälfte wiederum (mehr als 160 Studien) rekrutieren derzeit Patienten oder werden in absehbarer Zeit mit einer Untersuchung beginnen (Stand Ende März 2015).

Ausgewählte Forschungsprojekte und ausführende Institutionen

Forschungsprojekte (angekündigt oder begonnen) in 2014

Autismus-Behandlung	Duke University Durham (USA)
zerebrale Kinderlähmung	University of Texas Health Science Center
Hörverlust	Florida Hospital for Children in Orlando

Forschungsprojekte (angekündigt oder begonnen) in 2015

Multiple Sklerose	Ottawa Hospital
-------------------	-----------------

Quelle: Oddo Seydler Bank AG

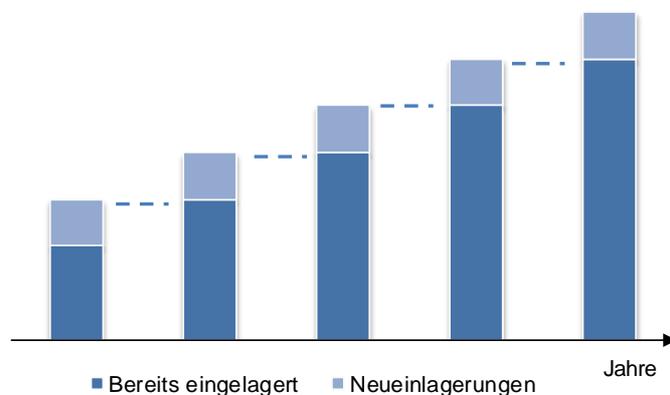
Kennzahlen Analyse

Cashflow-Analyse

Vita 34 bietet verschiedene Produktmodelle an, die sich im Preis und der damit abgegoltenen Lagerdauer unterscheiden. Zum einen können die Lagergebühren jährlich bezahlt werden oder mit den Produkten VitaPlus 25 und VitaPlus 50 jeweils 25 bzw. 50 Jahre im Voraus.

Die jährlichen Gebühren, die von den bestehenden Kunden für die Einlagerung von NSB gezahlt werden, liefern einen langfristigen und stabil wiederkehrenden Cashflow. Dabei steigert jeder Vertragsabschluss auf Basis der jährlichen Gebühren die zukünftig wiederkehrenden Einnahmen (Ontop-Cashflowmodell).

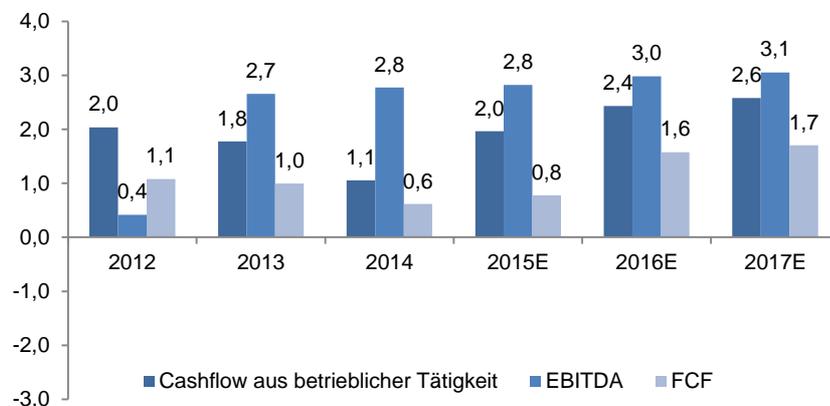
„Ontop-Cashflowmodell“



Quelle: Unternehmensangaben, Oddo Seydler Bank AG

In 2014 wurde der operative Cashflow durch einen Working-Capital Effekt in Höhe von -1,5 Mio. EUR (Veränderungen Forderungen und sonst. Vermögenswerte) negativ beeinflusst. Für unsere zukünftigen Schätzungen rechnen wir nicht mit größeren Veränderungen innerhalb des Working-Capital und erwarten einen ansteigenden operativen CF und FCF.

Entwicklung des operativen CF, FCF und EBITDA in Mio. EUR

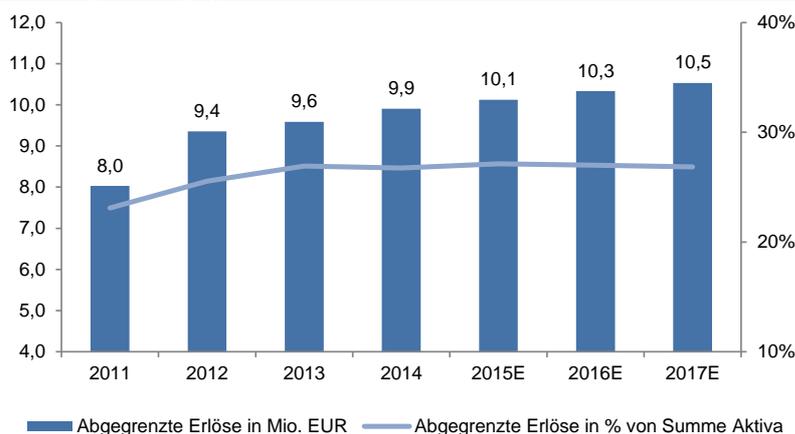


Quelle: Unternehmensangaben, Oddo Seydler Bank AG

Bilanzanalyse

Die Mehrheit der Kunden entscheidet sich dafür, die Einlagerungsgebühr im Voraus zu zahlen. In diesem Fall werden die im Voraus eingenommenen Gebühren im Jahr der Zahlung nur zu einem geringen Teil in den Erträgen reflektiert. Allerdings erscheinen sie im Rechnungsabgrenzungsposten, um als linearer Ertrag über die Dauer der Einlagerung erfasst zu werden.

Entwicklung der abgegrenzten Erlöse



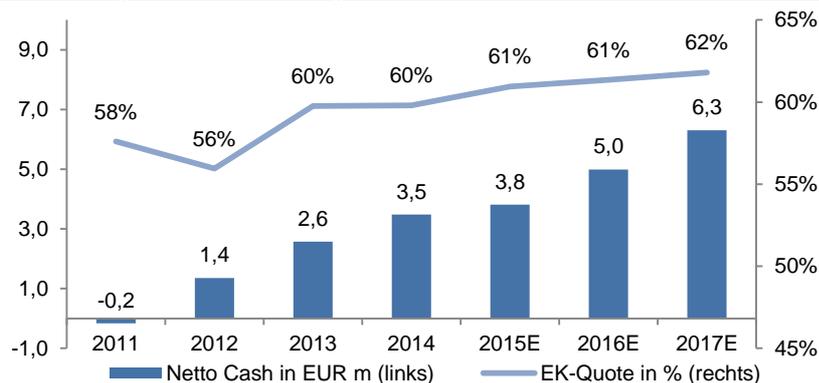
Quelle: Unternehmensangaben, Oddo Seydler Bank AG

Rund 27% des Gesamtvermögens von Vita 34 entfiel in 2014 auf diesen Rechnungsabgrenzungsposten. Da sich der Großteil der Kunden für eine Zahlung im Voraus entscheidet, erwarten wir sowohl kurz- wie auch langfristig einen weiteren absoluten Anstieg dieser Bilanzposition. Diese Entwicklung wird durch die jährliche lineare Auflösung der Position abgemildert, die damit wiederum einen steigenden Beitrag zum jährlichen Umsatz leistet.

Wir gehen davon aus, dass der ausreichende Bestand an liquiden Mittel auch für eine weiterhin niedrige Verschuldung sorgt. Dies führt auf Dauer zu einem stabilen Zinsergebnis und ließe auch zu, dass kleinere Akquisition oder eine regelmäßige Dividendenzahlung ohne die Aufnahme von Fremdmitteln finanziert werden.

Die EK-Quote ist bereits heute mit ~60% sehr stark. Wir schätzen, dass sich diese in den nächsten Jahren noch leicht erhöhen wird. Ziel von Vita 34 ist es, langfristig mindestens eine EK-Quote von 50% aufzuweisen.

Entwicklung der Netto-Zahlungsmittel und der EK-Quote



Quelle: Unternehmensangaben, Oddo Seydler Bank AG

Gewinn- und Verlustrechnung

IFRS Mio. EUR	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Umsatz	13,6	13,6	13,8	14,2	14,5	14,8
Veränderung zum Vorjahr in %	-15,0%	-0,4%	1,7%	3,0%	1,9%	1,9%
Umsatzkosten	-5,6	-5,5	-5,9	-5,7	-5,8	-5,9
in % des Umsatzes	-40,9%	-40,5%	-42,9%	-40,2%	40,2%	40,2%
Bruttoergebnis vom Umsatz	8,0	8,1	7,9	8,5	8,7	8,8
in % des Umsatzes	59,1%	59,5%	57,1%	59,8%	59,8%	59,8%
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	1,4	1,7	1,0	1,1	1,1
in % des Umsatzes	5,5%	10,2%	12,1%	7,3%	7,4%	7,4%
Vertriebskosten	-5,8	-4,7	-4,4	-4,3	-4,4	-4,5
in % des Umsatzes	-42,4%	-34,7%	-32,1%	-30,5%	30,5%	30,5%
Verwaltungskosten	-3,1	-2,9	-3,3	-3,3	-3,4	-3,4
in % des Umsatzes	-22,7%	-21,4%	-23,9%	-23,4%	23,5%	23,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,7	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
in % des Umsatzes	-5,0%	-2,9%	-1,0%	-1,7%	1,0%	1,0%
Betriebsergebnis (EBITDA)	0,4	2,7	2,8	2,8	3,0	3,1
in % des Umsatzes	3,0%	19,6%	20,1%	19,9%	20,6%	20,7%
Abschreibungen und Wertminderungen	-1,2	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2
in % des Umsatzes	-8,5%	-8,8%	-7,9%	-8,3%	8,4%	8,2%
Ergebnis vor Zinsen und Ertragssteuern (EBIT)	-0,7	1,5	1,7	1,6	1,8	1,8
in % des Umsatzes	-5,5%	10,8%	12,3%	11,6%	12,2%	12,5%
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	-0,9	1,3	1,7	1,6	1,7	1,8
in % des Umsatzes	-6,3%	9,9%	12,3%	11,5%	12,0%	12,3%
Ertragsteuerertrag	0,2	-0,6	-0,7	-0,5	-0,6	-0,6
in % EBT	-28,8%	-41,3%	-41,7%	-32,0%	-32,0%	-32,0%
Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen	-0,6	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2
in % des Umsatzes	-4,5%	5,8%	7,2%	7,9%	8,2%	8,4%
Davon:						
Minderheitsanteile	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-0,6	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2
in % des Umsatzes	-4,3%	6,2%	8,0%	7,9%	8,2%	8,4%
Ergebnis je Aktie						
Ergebnis je Aktie (unverwässert)	-0,20	0,28	0,36	0,37	0,39	0,41
Ergebnis je Aktie (verwässert)	-0,20	0,28	0,36	0,37	0,39	0,41

Quelle: Unternehmensangaben, Oddo Seydler Bank AG

Bilanz

IFRS Mio. EUR	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Aktiva						
Langfristige Vermögenswerte	28,4	27,3	27,1	27,1	26,7	26,4
in % der Bilanzsumme	77,7%	76,6%	73,1%	72,6%	69,9%	67,3%
Immaterielle Vermögenswerte	21,4	21,1	20,6	20,6	20,3	20,0
Sachanlagen	4,5	4,8	4,6	4,7	4,6	4,5
Andere langfristige Vermögenswerte	2,5	1,4	1,9	1,9	1,9	1,9
Kurzfristige Vermögenswerte	8,2	8,3	10,0	10,2	11,5	12,8
in % der Bilanzsumme	22,3%	23,4%	26,9%	27,4%	30,1%	32,7%
Vorräte	0,6	0,6	0,3	0,5	0,4	0,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,7	2,8	3,9	3,6	3,8	3,8
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	1,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kurzfristige Finanzinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	3,5	2,9	3,7	4,1	5,2	6,6
Summe Aktiva	36,6	35,6	37,1	37,3	38,2	39,2
Eigenkapital und Schulden						
Eigenkapital	20,5	21,3	22,2	22,7	23,5	24,2
in % der Bilanzsumme	56,0%	59,8%	59,8%	60,9%	61,4%	61,8%
Eigenkapital der Vita 34 Aktionäre	20,3	21,1	22,1	22,7	23,5	24,2
Anteile von Minderheitsgesellschaften	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	10,5	10,4	11,1	10,7	10,7	10,8
in % der Bilanzsumme	28,7%	29,1%	29,8%	28,6%	28,1%	27,6%
Verzinsliches Darlehen	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Abgegrenzte Erlöse	8,0	8,2	8,4	8,4	8,5	8,6
Andere langfristige Schulden	2,2	2,0	2,5	2,1	2,1	2,1
Kurzfristige Schulden	5,6	4,0	3,8	3,9	4,0	4,2
in % der Bilanzsumme	15,3%	11,1%	10,4%	10,5%	10,6%	10,6%
Abgegrenzte Erlöse	1,4	1,4	1,5	1,7	1,8	2,0
Schulden aus Lieferungen und Leistungen	1,2	1,1	0,7	0,7	0,7	0,7
Sonstige Schulden	3,1	1,4	1,6	1,5	1,4	1,4
Summe Passiva	36,6	35,6	37,1	37,3	38,2	39,2

Quelle: Unternehmensangaben, Oddo Seydler Bank AG

Kapitalflussrechnung

IFRS Mio. EUR	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
EBT	-0,9	1,3	1,7	1,6	1,7	1,8
Abschreibungen	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2
Gewinne/Verluste auf dem Abgang von langfristigen Vermögenswerten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere nicht zahlungswirksame Aufwendungen/Erträge	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Aufwendungen für aktienbasierte Vergütung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzertäge	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Finanzaufwendungen	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderungen der Forderungen und sonstigen Vermögenswerten	0,5	-0,5	-1,5	0,3	-0,2	-0,1
Veränderungen der Vorräte	0,0	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1
Veränderungen der Schulden	0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderungen der Rückstellungen	0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Veränderungen der abgegrenzten Erlöse	1,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Gezahlte Zinsen	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Gezahlte Ertragsteuern	-0,2	0,0	-0,1	-1,0	-0,6	-0,6
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2,0	1,8	1,1	2,0	2,4	2,6
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-0,9	-0,8	-0,4	-1,1	-0,8	-0,8
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-0,8	-1,6	0,2	-0,1	0,0	0,0
Veränderungen der Zahlungsmittel aus Änderungen des Konsolidierungskreises	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoveränderungen der Zahlungsmittel	0,5	-0,6	0,8	0,8	1,6	1,8
Zahlungsmittel am Anfang der Berichtsperiode	3,0	3,5	2,9	3,7	4,5	6,1
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente am Ende der Berichtsperiode	3,5	2,9	3,7	4,5	6,1	7,9

Quelle: Unternehmensangaben, Oddo Seydler Bank AG

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

Diese Studie wurde unabhängig von der analysierten Gesellschaft von Oddo Seydler Bank AG und/oder Kooperationspartnern sowie dem/den auf der Titelseite genannten Analysten (nachstehend einzeln oder gemeinsam als „Verfasser“ bezeichnet) verfasst. Weder Oddo 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.

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

- a. Die Oddo Gruppe hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital der analysierten Gesellschaft.
- b. Die Oddo Gruppe 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. Die Oddo Gruppe 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. Die Oddo Gruppe 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 die Oddo Gruppe 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 Oddo Seydler auf einen Research-Dienstleistungsvertrag geeinigt. Oddo Seydler erhält im Gegenzug eine Kompensation.
- g. Die Oddo Gruppe hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen.

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

Die Oddo Gruppe und/oder ihre 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. Der Oddo Gruppe 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:

Oddo Seydler 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	Rating	Aktienkurs zum Zeitpunkt der Analyse	Kursziel
15 April 2015	KAUFEN (Update)	EUR 6,95	EUR 7,50
06 März 2015	KAUFEN (Update)	EUR 5,25	EUR 6,10
13 Januar 2015	KAUFEN (Update)	EUR 5,10	EUR 6,30
03. Dezember 2014	KAUFEN (Update)	EUR 4,50	EUR 6,30
24. Oktober 2014	KAUFEN (Update)	EUR 4,32	EUR 6,00
25. Juli 2014	KAUFEN (Update)	EUR 4,55	EUR 6,00

13. Mai 2014	KAUFEN (Initialstudie)	EUR 5,16	EUR 7,10
--------------	------------------------	----------	----------

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 Konjunktüreinschätzungen 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

Oddo Seydler Bank AG

Schillerstraße 27 -29

60313 Frankfurt am Main

www.oddoseydler.com

Tel.: 0049 - (0)69 – 920 54 800