

KLAUS SCHLOTE
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

Geratherm Medical AG

apoplex 28 Mio. € wert

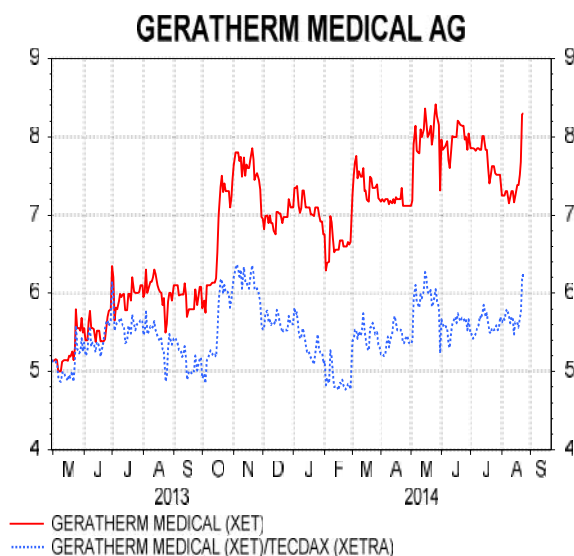
Kaufen (Kaufen)

Kursziel	9,65 (8,52) €
Kurs (22.08.2014)	8,30 €
ISIN	DE0005495626
Marktkapitalisierung (Mio. €)	41,1
Anzahl Aktien (Mio.)	4,95
Homepage	www.geratherm.com

Kerndaten und Prognosen

	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz (Mio. €)	16,83	19,9	22,5	24,3
EBIT (Mio. €)	0,79	2,0	2,6	3,4
EBIT-Marge	4,7%	10,3%	11,8%	14,1%
EBITDA (Mio. €)	1,6	2,8	3,6	4,4
EBITDA-Marge	9,5%	14,3%	15,8%	18,0%
Ergebnis je Aktie (€)	0,27	0,28	0,36	0,45
Dividende je Aktie (€)	0,24	0,25	0,30	0,35
Buchwert je Aktie (€)	4,06	4,1	4,2	4,4
KGV	25,6	29,3	22,8	18,4
Kurs/Buchwert	1,70	2,02	1,97	1,90
EV/EBIT	36,3	17,8	13,9	10,7
EV/EBITDA	18,0	12,8	10,3	8,4
EV/Umsatz	1,71	1,83	1,63	1,51
Dividendenrendite	3,48%	3,0%	3,6%	4,2%

25.08.2014



Im Halbjahresbericht 2014 führt Geratherm aus, dass für eine Kapitalerhöhung um 2% bei apoplex 560 T€ Erlöst wurden. Dem liegt eine Unternehmensbewertung von 28 Mio. € zu Grunde. Auf dieser Basis sind die 59,1%, die Geratherm an apoplex hält, unter Abzug des Buchwerts 3,27 € je Geratherm-Aktie wert.

Mit einem Quartalsumsatz von erstmals über 5 Mio. € konnte Geratherm das enttäuschende Q1 (Brasilien) weitgehend wettmachen. Im Vorjahresvergleich legte der Umsatz im H1'2014 um 2,0% zu. Das EPS stieg überproportional auf 0,14 € Davon entfallen 0,10 € auf Q2. Wir heben unser Kursziel auf 9,65 € (8,52 €) an und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Mit 77,8% legte der Umsatz im Bereich Respiratory am stärksten zu. Dazu trug die Gründung der Geratherm-Tochtergesellschaft Sensor Sytems zum 01.04.2014 maßgeblich bei, die Filter und Sensorsysteme für die Lungenfunktionsmessung herstellt. Das Insourcing dieser Produkte ist vor dem Hintergrund eines stark wachsenden Absatzes der Disposable-Produkte zu sehen.

Deutlich erholt zeigten sich die Umsatzerlöse in Südamerika (Brasilien) mit 1,6 Mio. € (Q1 0,6 Mio. €) zum Halbjahr. Der Abstand zum Vorjahr konnte erheblich reduziert werden. Im H2 sollte sich dieser Trend fortsetzen.

Im Juli wurde Geratherm von Brasilien beauftragt, ~100 Kliniken mit Geratherm-Wärmesystemen auszustatten. Das Auftragsvolumen beläuft sich auf ~5,2 Mio. €. Die Abwicklung wird etwa 15 Monate dauern. Lieferung erfolgt gegen Vorkasse.

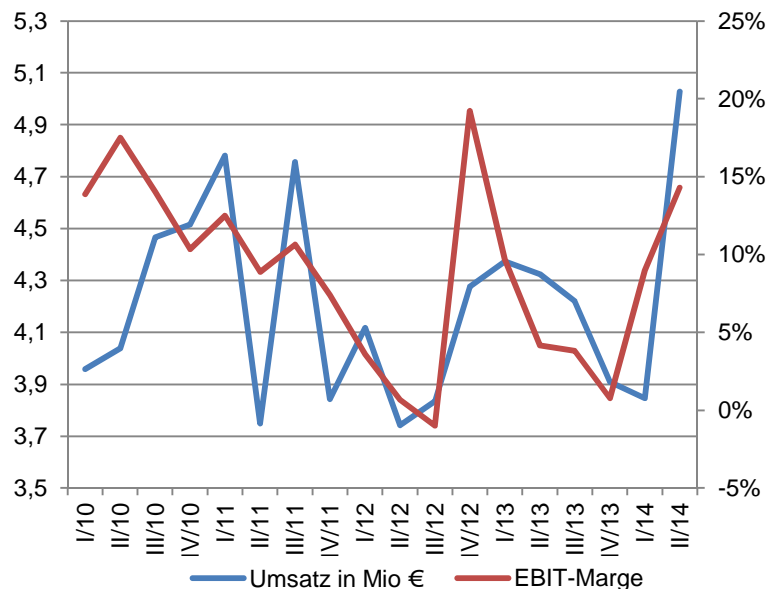
Der Bereich Wärmesysteme (Umsatz H1'2014: 310 T€, Vj. 390 T€) wurde durch die mehrheitliche Übernahme der insolventen LMT Medical Systems, Lübeck, zum 01.07.2014 verstärkt. LMT stellt MRT-fähige Inkubatorsysteme für Frühgeburten her, die patentrechtlich abgesichert sind. Über die Gesellschaft sollen auch Wärmesysteme für die Kinderheilkunde vermarktet werden. Der Umsatz des Bereichs dürfte 2015 auf ~4 Mio. € steigen.

Cardio/Stroke (apoplex) verzeichnet im H1 ein Umsatzplus von 7,5% auf 228 T€. Der Verlust auf EBIT-Ebene konnte auf 39 T€ halbiert werden. Bei steigenden Umsätzen ist der Gewinnhebel enorm. 2014 sollte erstmals ein positives Ergebnis erzielt werden. Neben dem Anschluss weiterer Stroke-Zentren (Krankenhäuser) sind auch Fortschritte bei niedergelassenen Ärzten zu erwarten.

Transformation gewinnt Fahrt

Trotz eines besseren Q2 liegt der Umsatz des größten Bereichs Healthcare Diagnostic im H1'2014 (Umsatzanteil 71%, EBIT-Anteil 72%) gut 1 Mio. € unter Vorjahr, siehe Tabelle 1, Seite 4. Auch ganzjährig dürfte der Vorjahresumsatz in Höhe von 14,8 Mio. € nicht ganz erreicht werden. Ab 2015 erwarten wir hier wieder moderates Wachstum. Impulse sind durch die Erschließung neuer Märkte für Gallium-Thermometer (China, Russland) sowie die im Aufbau befindliche Produktgruppe Women's Care angelegt.

Geratherm: Quartalsübersicht



Quelle: Geratherm, Solventis Research

2015 sollte am Zahlenwerk von Geratherm stärker erkennbar werden, dass die höherwertigen Medizintechnik-Produkte mit komplexen Zulassungen und Alleinstellungsmerkmalen auf dem Vormarsch sind. Diese Transformation wird das Wachstum unterstützen und steigende Margen ermöglichen.

Medizintechnik profitabler

Durch die Gründung der Sensor Systems entstand ein Einmalertrag von ~0,2 Mio. €, der im EBITDA enthalten ist. Bereinigt um den Effekt schätzen wir das EBITDA auf 1,2 Mio. €, die EBITDA-Marge auf 13,0% (Vj. 11,6%) und das EPS auf 0,09 (Vj. 0,12 €). Der Rückgang im EPS hängt mit dem Finanzergebnis zusammen. Hier wurden im H1'2014 keine Erträge aus Wertpapierverkäufen verbucht (Vj. 0,3 Mio. €). Bereinigt um diesen Einflussfaktor hätte das EPS im H1'2013 0,06 € betragen, d.h. die Profitabilität der Medizintechnik (Geratherm ohne Wertpapiere) hat im H1'2014 ggü. Vj. deutlich gewonnen.

Für 2014 erwarten wir keine Erträge aus Wertpapierverkäufen und haben dies auch für die Folgejahre unterstellt.

Solide Bilanz

Geratherm verfügt mit einer Eigenkapitalquote von 69% nach wie vor über eine grundsolide Bilanz. Auf Liquidität und Wertpapiere entfallen 12,7 Mio. € oder 2,57 € je Aktie (Vj. 2,81 €). Die Bankkredite belaufen sich auf 4,9 Mio. € (Vj. 5,2 Mio. €). Die Kasse enthält 560 T€ aus der Kapitalerhöhung bei der Tochtergesellschaft apoplex medical technologies GmbH, an der Geratherm 59,1% hält.

Bewertung lässt Luft nach oben

Der Buchwert von Geratherm stellte sich zum 30.06.2014 nach unseren Berechnungen auf 7,26 € je Aktie. Darin ist die apoplex-Bewertung in Höhe von 28 Mio. € enthalten. Der Buchwert sichert den Kurs von Geratherm gut ab und lässt weiteres Kurspotenzial zu. Das wird von unserem DCF-Modell bestätigt, dessen Planzahlen wir über die Bereiche ableiten, siehe Tabelle Seite 5.

Attraktiv ist auch die Dividendenrendite von 3,0%, der die von uns erwartete Dividende für 2014 von 0,25 € (Vj. 0,24 €) und ein Kurs von 8,30 € zu Grunde liegen.

Insgesamt kommen wir nach den Halbjahreszahlen auf einen fairen Wert von 9,65 € je Geratherm-Aktie (8,52 €). Wir erhöhen unser Kursziel entsprechend und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Geratherm: Segmente Q1'13 - Q2'14, in Tsd. €

	Healthcare Diagnostic					
	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
Segmentumsatz	3.765	3.769	3.971	3.292	3.121	3.285
Betriebsergebnis	582	297	293	-259	297	469
davon: Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	191	197	194	174	136	137
Segmentvermögen	11.265	10.986	10.909	10.153	10.896	10.929
Segmentsschulden	7.535	7.416	8.239	7.341	7.424	6.723
	Respiratory					
	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
Segmentumsatz	456	539	355	404	433	1.636
Betriebsergebnis	68	92	28	-7	28	379
davon: Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	2	3	3	5	2	9
Segmentvermögen	771	900	937	880	872	2.465
Segmentsschulden	278	327	92	380	225	811
	Medizinische Wärmesysteme					
	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
Segmentumsatz	245	145	220	205	166	144
Betriebsergebnis	9	-97	38	-17	1	-66
davon: Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	6	5	2	7	3	3
Segmentvermögen	902	909	729	929	924	1.018
Segmentsschulden	162	205	245	302	331	321
	Cardio/Stroke					
	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
Segmentumsatz	85	127	78	142	140	88
Betriebsergebnis	-28	-39	2	4	12	-51
davon: Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	1	1	2	1	1	2
Segmentvermögen	156	149	163	177	222	169
Segmentsschulden	583	607	68	594	559	627
	Konsolidierung/Überleitung					
	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
Segmentumsatz	-177	-256	-404	-134	-13	-126
Betriebsergebnis	-209	-73	-200	309	8	-12
davon: Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	1	0	5	8	13	11
Segmentvermögen	13.493	12.941	14.057	15.474	14.986	12.159
Segmentsschulden	0	0	0	0	0	0
	Konzern					
	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
Segmentumsatz	4.374	4.324	4.220	3.909	3.847	5.027
Betriebsergebnis	422	180	161	30	346	719
davon: Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	201	206	206	195	155	162
Segmentvermögen	26.587	25.885	26.795	27.613	27.900	26.740
Segmentsschulden	8.558	8.555	8.644	8.617	8.539	8.482

Quelle: Geratherm, Solventis Research

Geratherm: Entwicklung der Segmente, in Tsd. €

	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz								
Healthcare Diagnostic	14.797	13.750	14.094	14.446	14.807	15.177	15.557	15.946
Cardio/Stroke	432	792	1.152	1.800	2.520	3.240	3.600	3.780
Med. Wärmesysteme	815	2.500	4.000	4.400	4.840	5.324	5.856	6.442
Respiratory	1.754	3.750	4.200	4.704	5.268	5.901	6.609	7.402
Konsolidierung/Überleitung	-971	-900	-990	-1.089	-1.198	-1.318	-1.449	-1.594
	16.827	19.892	22.456	24.261	26.238	28.324	30.173	31.975
Ebit								
Healthcare Diagnostic	913	1.375	1.409	1.445	1.481	1.518	1.556	1.595
Cardio/Stroke	-61	9	353	985	1.689	2.392	2.735	2.800
Med. Wärmesysteme	-67	313	500	550	605	666	732	805
Respiratory	181	563	630	706	790	885	991	1.110
Konsolidierung/Überleitung	-173	-215	-247	-267	-289	-312	-332	-352
	793	2.044	2.645	3.418	4.276	5.149	5.682	5.958
Ebit-Anteil								
Healthcare Diagnostic	94,5%	60,9%	48,7%	39,2%	32,4%	27,8%	25,9%	25,3%
Cardio/Stroke	-6,3%	0,4%	12,2%	26,7%	37,0%	43,8%	45,5%	44,4%
Med. Wärmesysteme	-6,9%	13,8%	17,3%	14,9%	13,3%	12,2%	12,2%	12,8%
Respiratory	18,7%	24,9%	21,8%	19,1%	17,3%	16,2%	16,5%	17,6%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Konzern								
Ebit-Marge	4,7%	10,3%	11,8%	14,1%	16,3%	18,2%	18,8%	18,6%
Finanzergebnis	492	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200
EBT	1.285	1.844	2.445	3.218	4.076	4.949	5.482	5.758
Steuern	-147	-369	-514	-708	-938	-1188	-1371	-1497
EAT	1.138	1.475	1.932	2.510	3.139	3.761	4.112	4.261
Anteile Dritter	-196	75	130	280	400	600	800	800
Anteile Aktionäre	1.334	1.400	1.802	2.230	2.739	3.161	3.312	3.461
Anzahl Aktien	4.950	4.950	4.950	4.950	4.950	4.950	4.950	4.950
EPS	0,27	0,28	0,36	0,45	0,55	0,64	0,67	0,70

Quelle: Geratherm, Solventis Research

Geratherm: GuV, in €

	2013	yoy	2014e	yoy	2015e	yoy	2016e	yoy
Umsatz	16.827.472,00	5,4%	19.892.000,00	18,2%	22.455.750,00	12,9%	24.261.093,75	8,0%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	-936.817,00	339,4%	-1.107.425,03	18,2%	-1.250.153,82	12,9%	-1.350.660,70	8,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	27.437,00	56,4%	72.263,50	163,4%	72.263,50	0,0%	72.263,50	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	313.568,00	-22,5%	293.036,17	-6,5%	300.704,19	2,6%	278.561,96	-7,4%
Materialaufwand	7.369.438,00	5,6%	8.711.520,11	18,2%	9.834.291,06	12,9%	10.624.924,90	8,0%
Rohergebnis nach GKV	8.862.222,00	-3,7%	10.438.354,53	17,8%	11.744.272,82	12,5%	12.636.333,62	7,6%
Personalaufwand	3.265.577,00	-7,7%	3.860.286,18	18,2%	4.357.813,27	12,9%	4.708.162,33	8,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	807.543,00	6,6%	800.000,00	-0,9%	909.318,32	13,7%	960.205,98	5,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	3.995.699,00	1,2%	3.734.068,35	-6,5%	3.831.779,48	2,6%	3.549.627,97	-7,4%
Ebit (vor Struktur Aufwand)	793.403,00	-17,1%	2.044.000,00	157,6%	2.645.361,75	29,4%	3.418.337,34	29,2%
EBIT-Marge (vor Struktur Aufwand)	4,71%	-1,3 pp	10,28%	5,6 pp	11,78%	1,5 pp	14,09%	2,3 pp
EBITDA	1.600.946,00	-6,6%	2.844.000,00	77,6%	3.554.680,07	25,0%	4.378.543,32	23,2%
EBITDA-Marge	9,51%	-1,2 pp	14,30%	4,8 pp	15,83%	1,5 pp	18,05%	2,2 pp
EBIT	793.403,00	-17,1%	2.044.000,00	157,6%	2.645.361,75	29,4%	3.418.337,34	29,2%
EBIT-Marge	4,71%	-1,3 pp	10,28%	5,6 pp	11,78%	1,5 pp	14,09%	2,3 pp
Erträge aus Wertpapieren	726.306,00	16,6%	36.000,00	-95,0%	36.000,00	0,0%	36.000,00	0,0%
Zinserträge	20.800,00	-6,9%	16.198,93	-22,1%	15.510,80	-4,2%	15.298,05	-1,4%
Zinsaufwand	255.555,00	65,6%	251.405,84	-1,6%	251.405,84	0,0%	251.405,84	0,0%
Finanzergebnis	491.551,00	0,1%	-199.206,90	-140,5%	-199.895,03	0,3%	-200.107,78	0,1%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	1.284.954,00	-11,3%	1.844.793,10	43,6%	2.445.466,72	32,6%	3.218.229,56	31,6%
EBT-Marge	7,64%	-1,4 pp	9,27%	1,6 pp	10,89%	1,6 pp	13,26%	2,4 pp
Steuern	146.964,00	-50,5%	368.958,62	151,1%	513.548,01	39,2%	708.010,50	37,9%
Steuerquote	11,44%	-9,1 pp	20,00%	8,6 pp	21,00%	1,0 pp	22,00%	1,0 pp
Ergebnis n. Steuern	1.137.990,00	-1,2%	1.475.834,48	29,7%	1.931.918,71	30,9%	2.510.219,06	29,9%
Anteile Dritter	-195.791,00	n.m.	75.000,00	-138,3%	130.000,00	73,3%	280.000,00	115,4%
Konzernjahresüberschuss	1.333.781,00	11,7%	1.400.834,48	5,0%	1.801.918,71	28,6%	2.230.219,06	23,8%
Anzahl Aktien zum 22.08.14 (Mio.)	4,95	0,0%	4,95	0,0%	4,95	0,0%	4,95	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,27	11,7%	0,28	5,0%	0,36	28,6%	0,45	23,8%

Quelle: Geratherm, Solventis Research

Geratherm: Bilanz, in €

	2013	yoy	2014e	yoy	2015e	yoy	2016e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand+Wertpapiere	11.112.484,00	26,1%	10.486.093,37	-5,6%	10.194.975,09	-2,8%	10.202.428,37	0,1%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	2.866.920,00	-10,6%	3.389.027,93	18,2%	3.825.817,61	12,9%	4.133.396,56	8,0%
Vorräte	4.535.518,00	-16,9%	5.361.501,96	18,2%	6.052.510,94	12,9%	6.539.106,25	8,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	296.250,00	-22,7%	296.250,00	0,0%	296.250,00	0,0%	296.250,00	0,0%
Steuerforderungen	380.903,00	63,8%	380.903,00	0,0%	380.903,00	0,0%	380.903,00	0,0%
Summe Umlaufvermögen	19.192.075,00	6,1%	19.913.776,25	3,8%	20.750.456,64	4,2%	21.552.084,18	3,9%
Sachanlagen	3.332.827,00	-11,4%	3.232.827,00	-3,0%	3.302.618,76	2,2%	3.487.077,90	5,6%
Immaterielle Vermögenswerte	617.060,00	35,3%	617.060,00	0,0%	617.060,00	0,0%	617.060,00	0,0%
Firmenwerte	75.750,00	0,0%	75.750,00	0,0%	75.750,00	0,0%	75.750,00	0,0%
Latente Steuern	1.083.646,00	-11,9%	1.083.646,00	0,0%	1.083.646,00	0,0%	1.083.646,00	0,0%
Portfolio	4.346.104,00	16,9%	4.346.104,00	0,0%	4.346.104,00	0,0%	4.346.104,00	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	50.003,00	-0,0%	50.003,00	0,0%	50.003,00	0,0%	50.003,00	0,0%
Summe Anlagevermögen	9.505.390,00	2,3%	9.405.390,00	-1,1%	9.475.181,76	0,7%	9.659.640,90	1,9%
Bilanzsumme	28.697.465,00	4,8%	29.319.166,25	2,2%	30.225.638,40	3,1%	31.211.725,08	3,3%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	4.949.999,00	0,0%	4.949.999,00	0,0%	4.949.999,00	0,0%	4.949.999,00	0,0%
Kapitalrücklage	10.711.677,00	0,0%	10.711.677,00	0,0%	10.711.677,00	0,0%	10.711.677,00	0,0%
Gewinnrücklagen	5.043.049,00	49,5%	5.206.383,73	3,2%	5.523.302,73	6,1%	6.021.022,14	9,0%
Kumuliertes übriges comprehensive income	0,00	n.m.	49.499,99	n.m.	296.999,94	500,0%	544.499,89	83,3%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	20.704.725,00	8,8%	20.917.559,72	1,0%	21.481.978,67	2,7%	22.227.198,03	3,5%
Anteile in Fremdbesitz	-624.334,00	51,2%	-624.334,00	0,0%	-624.334,00	0,0%	-624.334,00	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	20.080.391,00	7,8%	20.293.225,72	1,1%	20.857.644,67	2,8%	21.602.864,03	3,6%
Langfristige Schulden								
Investitionszuwendungen	697.787,00	-12,2%	697.787,00	0,0%	697.787,00	0,0%	697.787,00	0,0%
Finanzverbindlichkeiten	2.934.852,00	-20,7%	2.934.852,00	0,0%	2.934.852,00	0,0%	2.934.852,00	0,0%
Darlehen Minderheiten	596.079,00	0,0%	596.079,00	0,0%	596.079,00	0,0%	596.079,00	0,0%
Summe langfristige Schulden	4.228.718,00	-16,9%	4.228.718,00	0,0%	4.228.718,00	0,0%	4.228.718,00	0,0%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	1.406.586,00	13,1%	1.662.745,82	18,2%	1.877.046,27	12,9%	2.027.952,55	8,0%
Finanzverbindlichkeiten	2.143.250,00	28,8%	2.143.250,00	0,0%	2.143.250,00	0,0%	2.143.250,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	84.127,00	-22,8%	99.447,75	18,2%	112.264,92	12,9%	121.290,53	8,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	754.393,00	15,0%	891.778,96	18,2%	1.006.714,53	12,9%	1.087.649,96	8,0%
Summe Kurzfristige Schulden	4.388.356,00	19,5%	4.797.222,54	9,3%	5.139.275,73	7,1%	5.380.143,05	4,7%
Bilanzsumme	28.697.465,00	4,8%	29.319.166,25	2,2%	30.225.638,40	3,1%	31.211.725,08	3,3%

Quelle: Geratherm, Solventis Research

Geratherm: DCF-Modell

(in EUR)	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	Terminal Value
Umsatz	16.827.472,0	19.892.000,0	22.455.750,0	24.261.093,8	26.237.826,1	28.324.434,8	30.172.585,2	
Veränderung in %	5,4%	18,2%	12,9%	8,0%	8,1%	8,0%	6,5%	
EBITDA	1.600.946,0	2.844.000,0	3.554.680,1	4.378.543,3	5.287.474,2	6.210.759,9	6.795.024,0	
EBITDA-Marge	9,5%	14,3%	15,8%	18,0%	20,2%	21,9%	22,5%	
EBIT	793.403,0	2.044.000,0	2.645.361,8	3.418.337,3	4.276.380,5	5.148.778,6	5.682.155,1	
EBIT-Marge	4,7%	10,3%	11,8%	14,1%	16,3%	18,2%	18,8%	
NOPLAT	702.659,1	1.635.200,0	2.089.835,8	2.666.303,1	3.292.813,0	3.913.071,7	4.261.616,3	3.261.581,0
Reinvestment Rate	-225,7%	60,7%	47,1%	31,0%	30,5%	29,6%	27,9%	24,7%
FCFF	2.288.302,1	643.267,9	1.106.545,8	1.838.576,0	2.289.350,5	2.755.791,4	3.074.634,5	46.110.564,2
WACC	5,66%	5,59%	5,59%	5,60%	5,61%	5,65%	5,68%	6,83%
Kumuliertes WACC		105,59%	111,50%	117,74%	124,34%	131,36%	138,82%	148,30%
Barwerte der FCFF		609.204,1	992.440,4	1.561.568,4	1.841.194,2	2.097.867,2	2.214.770,3	31.091.870,6
Summe Barwerte FCFF	9.317.044,6							
Barwert Terminal Value	31.091.870,6							
in % des Unternehmenswertes	76,9%							
Wert des Unternehmens	40.408.915,2							
Netto-Finanzschulden	-7.336.595,0							
Wert Verlustvortrag	0,0							
Minderheiten	0,0							
Beteiligungen	0,0							
Wert des Eigenkapitals	47.745.510,2							
Wert pro Aktie	9,65							

Quelle: Solventis Research

Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen, die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben nach § 34b WpHG

a) Erstmalige Veröffentlichung: **25. August 2014**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Keine Aktualisierung vorgesehen.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten - im gesetzlich zulässigen Rahmen - zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

Weder die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Entweder die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. halten Aktien des analysierten Emittenten im Bestand.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH

Sitz: Düsseldorf; HRB 34966, Amtsgericht Düsseldorf; Geschäftsführer Konrad Zorn, Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

Klaus Schlote, Analyst (CEFA)

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen Kursgewinn und einen Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplazierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien bzw. Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Reuters u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten sowie das Internet.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmten Entwicklung (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichten Geschäfts-, Ertrags-, Kosten und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.