

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

KLAUS SOER
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 652
KSOER@SOLVENTIS.DE

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

Geratherm Medical AG

Kooperation mit Philips positiv für Umsatz- und Ertragspotential

Kaufen (-)

Kursziel	8,52 (-) €
Kurs (19.07.2013)	5,90 €
ISIN	DE0005495626
Marktkapitalisierung (Mio. €)	29,2
Anzahl Aktien (Mio.)	4,95
Homepage	www.geratherm.com

Kerndaten und Prognosen

	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz (Mio. €)	15,97	18,0	20,1	22,7
EBIT (Mio. €)	0,96	2,0	2,6	3,6
EBIT-Marge	6,0%	11,0%	13,1%	15,7%
EBITDA (Mio. €)	1,71	2,8	3,5	4,5
EBITDA-Marge	10,7%	15,5%	17,4%	19,7%
Ergebnis je Aktie (€)	0,24	0,32	0,37	0,47
Dividende je Aktie (€)	0,20	0,25	0,30	0,35
Buchwert je Aktie (€)	3,76	3,9	4,0	4,2
KGV	21,1	18,6	15,9	12,6
Kurs/Buchwert	1,36	1,52	1,48	1,42
EV/EBIT	23,6	12,8	9,7	7,2
EV/EBITDA	13,2	9,1	7,3	5,8
EV/Umsatz	1,41	1,41	1,27	1,14
Dividendenrendite	3,92%	4,2%	5,1%	5,9%

Eine Tochtergesellschaft der Geratherm AG – apoplex medical technologies GmbH – hat neben Dräger nun auch Philips als Kooperationspartner gewonnen. Die von apoplex entwickelte vollautomatische EKG-Analyse zur Erkennung von Vorhofflimmern wird in das Philips IntelliVu Monitoring System integriert. Das gibt dem Aufbau des Bereichs Cardio/Stroke bei Geratherm weiteren Auftrieb. Wir sehen den fairen Wert der Geratherm-Aktie bei rund 8,5 € und empfehlen die Aktie zum Kauf.

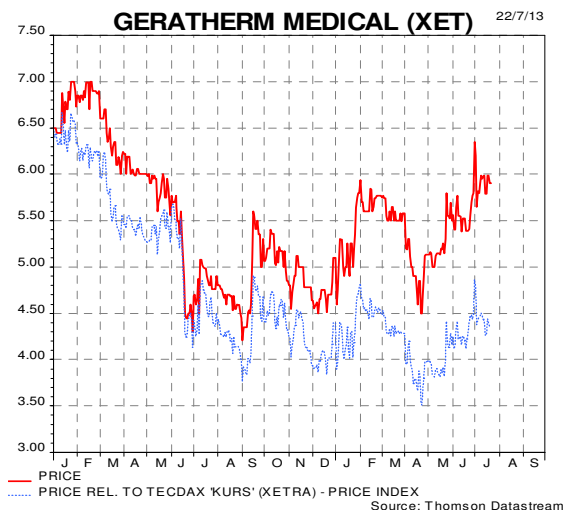
Allein in Deutschland tritt bei ~250.000 Menschen pro Jahr ein Schlaganfall auf. Bei gut einem Drittel der Patienten bleibt die Ursache unklar. Durch das Analyseverfahren von apoplex kann Vorhofflimmern signifikant verlässlicher als bei den bestehenden Standardmethoden entdeckt werden. Vorhofflimmern ist ein möglicher Auslöser für einen Schlaganfall.

Ende 2012 waren 20 Stroke-Zentren bei apoplex angeschlossen. Ultimo 2013 sollen es bereits 50 sein und Ende nächsten Jahres 200. Allein in Deutschland gibt es rund 500 Stroke-Zentren und weltweit etwa 5.000.

Das Analyseverfahren von apoplex funktioniert vollautomatisch und ist sehr gut zu skalieren. Die Zusatzkosten für einen neuen Anschluss sind vernachlässigbar. Der Bereich Cardio/Stroke sollte 2013 bei einem Umsatz von 0,5 Mio. € (Vj. 0,25 Mio. €) ein Ebit von rund 80.000 € (Vj. Verlust 165.000 €) erzielen. Umsatz und Ebit werden in den Folgejahren sprunghaft wachsen. Wir gehen davon aus, dass bereits 2014 eine Ebit-Marge von 25% erreichbar ist, was der höchste Wert im Geratherm-Konzern wäre, siehe Segment-Tabelle S. 3.

Mittelfristig könne der Bereich Cardio/Stroke ein Viertel zum Konzern-Umsatz und ein Drittel zum Konzern-Ebit beitragen. Auch die Bereiche Respiratory (Lungenfunktionsdiagnostik und kardiopulmonale Funktionsdiagnostik) und Medizinische Wärmesysteme (Lösungen für die Behebung von Unterkühlungsproblemen), die bereits 2012 ein positives Ebit erzielten, werden weiter an Bedeutung gewinnen. Damit ist Geratherm auf gutem Weg, die Abhängigkeit von dem angestammten Bereich Healthcare Diagnostic (u.a. Fieber-Thermometer mit Gallium-Füllung, Blutdruckmesser) zu reduzieren.

Geratherm zeichnet sich durch eine solide Bilanz, eine hohe Kasse inkl. Wertpapiere von 2,72 je Aktie (31.03.2013) sowie eine attraktive Dividendenrendite aus.



BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 7.

Erklärtes Ziel von Geratherm ist es, die Abhängigkeit vom angestammten Bereich Healthcare Diagnostic zu verringern, indem weitere Segmente aufgebaut werden. Dazu wird seit Jahren in **Cardio/Stroke**, **Medizinische Wärmesysteme** und **Respiratory** investiert.

Die drei neuen Bereiche hatten 2012 einen **Umsatzanteil** von zusammen 17,6% und verbuchten ein **negatives Ebit** von 68.000 €. Während Medizinische Wärmesysteme und Respiratory Ebit-positiv waren, wurde dies durch den Verlust bei Cardio/Stroke überkompensiert.

Die angeschlossenen **Stroke-Zentren** werden sich 2013 auf etwa 50 mehr als verdoppeln. Kooperationen bestehen mit Dräger und Philips, die bei den relevanten Monitoring Systemen 70% des Weltmarkts abdecken. Durch die hohe Skalierbarkeit ist zu erwarten, dass der Bereich Cardio/Stroke 2013 erstmals ein positives Ebit ausweisen wird, siehe Tabelle folgende Seite.

Medizinische Wärmesysteme sind 2012 kräftig gewachsen. Infolge der von der EU geforderten Wiedenzulassung elektrischer Medizinprodukte (3. Edition) wird das Umsatzwachstum 2013 vorübergehend etwas geringer ausfallen. Im laufenden Jahr werden die ersten größeren Aufträge an die US-Armee ausgeliefert. Für die Anwendung im OP-Bereich laufen international diverse Zulassungsverfahren. Bislang werden die Systeme bei Unterkühlungen eingesetzt. Geratherm entwickelt derzeit eine Linie, die auch kühlen kann. Die Gesellschaft ist seit 2013 exklusiver Lieferant für das brasilianische „Organ Transplantation System“.

Die Universitätskliniken in Zürich (Schweiz), Aarhus (Dänemark) und Gießen/Marburg wurden 2012 mit einem Spiroergometriessystem bzw. mit Bodyplethysmographen aus dem Bereich **Respiratory** ausgestattet. Auch im laufenden Jahr ordern diese Kunden. Erstmals konnten 2012 in Brasilien Produkte aus dem Bereich Respiratory verkauft werden. Die Nachfrage aus Südamerika ist weiterhin sehr gut, so dass 2013 mit hohem Wachstum zu rechnen ist. Für den chinesischen Markt wird die Produktzulassung noch 2013 erwartet, die für weitere Länder bereits initiiert wurde.

Für den Bereich **Healthcare Diagnostic** sind wir indes verhalten gestimmt. Dennoch könnte es auch hier zu positiven Überraschungen kommen, wenn sich die neue Linie „Women Care“ am Markt durchsetzt. Hierbei handelt es sich um innovative Produkte (Ovulationstest, verschiedene Infektionstests) die über Apotheken vertrieben werden und ohne Rezept gekauft werden können. Der Bedarf für „einfache“ und günstige Produkte dieser Art ist in vielen Ländern z.B. im Mittleren Osten hoch.

Insgesamt ist davon auszugehen, dass die neuen Aktivitäten ihren Umsatzanteil in den kommenden Jahren kräftig erhöhen und mindestens die Ebit-Marge des Brot und Butter-Bereichs Healthcare Diagnostic (~15%) erreichen können. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Geratherm an den neuen Bereichen in verschiedener Höhe beteiligt ist: **apoplex 59,1%**, **Respiratory 61,3%**, **Medizinische Wärmesysteme 100%**. Weiter gehört Geratherm der Distributor **Geratherm do Brasil zu 51,0%**. Bei der skizzierten positiven Ertragsentwicklung der neuen Bereiche und des südamerikanischen Marktes

erwarten wir, dass die **Anteile Dritter** beginnend mit 2013 in den kommenden Jahren ordentlich zulegen werden.

Geratherm: Entwicklung der Segmente, in Tsd. €

Umsatz	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Healthcare Diagnostic	13.153	13.800	13.800	13.800	13.800	13.800	13.800	13.800	13.800
Cardio/Stroke	251	504	1.800	3.600	5.040	6.480	7.200	7.200	7.200
Med. Wärmesysteme	930	1.200	1.800	2.100	2.400	2.700	3.000	3.300	3.600
Respiratory	1.636	2.500	2.700	3.200	3.700	4.200	4.700	5.200	5.700
	15.970	18.004	20.100	22.700	24.940	27.180	28.700	29.500	30.300
Ebit									
Healthcare Diagnostic	1.025	1.355	1.368	1.720	2.037	2.070	2.070	2.070	2.070
Cardio/Stroke	-165	80	450	900	1.260	1.620	1.800	1.800	1.800
Med. Wärmesysteme	22	130	270	315	360	405	450	495	540
Respiratory	75	420	540	640	740	840	940	1.040	1.140
	957	1.985	2.628	3.575	4.397	4.935	5.260	5.405	5.550
Ebit-Anteil									
Healthcare Diagnostic	107,1%	68,3%	52,1%	48,1%	46,3%	41,9%	39,4%	38,3%	37,3%
Cardio/Stroke	-17,2%	4,0%	17,1%	25,2%	28,7%	32,8%	34,2%	33,3%	32,4%
Med. Wärmesysteme	2,3%	6,5%	10,3%	8,8%	8,2%	8,2%	8,6%	9,2%	9,7%
Respiratory	7,8%	21,2%	20,5%	17,9%	16,8%	17,0%	17,9%	19,2%	20,5%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Konzern									
Ebit-Marge	6,0%	11,0%	13,1%	15,7%	17,6%	18,2%	18,3%	18,3%	18,3%
Finanzergebnis	491	400	300	200	100	100	100	100	100
EBT	1.448	2.385	2.928	3.775	4.497	5.035	5.360	5.505	5.650
Steuern	-297	-489	-600	-774	-1304	-1460	-1554	-1596	-1639
EAT	1.151	1.896	2.328	3.001	3.193	3.575	3.806	3.909	4.012
Anteile Dritter	43	-187	-348	-517	-582	-716	-796	-824	-851
Anteile Aktionäre	1.194	1.709	1.980	2.484	2.611	2.859	3.010	3.085	3.160
Anzahl Aktien	4.950	4.950	4.950	4.950	4.950	4.950	4.950	4.950	4.950
EPS	0,24	0,35	0,40	0,50	0,53	0,58	0,61	0,62	0,64
Steuerquote bis 2015	20,5%								
Steuerquote ab 2016		29,0%							

Quelle: Geratherm, Solventis Research

Geratherm: GuV, in €

	2012	yoy	2013e	yoy	2014e	yoy	2015e	yoy
Umsatz	15.969.520,00	-6,8%	18.004.000,00	12,7%	20.100.000,00	11,6%	22.700.000,00	12,9%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	-213.184,00	-115,5%	-240.343,15	12,7%	-268.323,56	11,6%	-303.032,08	12,9%
andere aktivierte Eigenleistungen	17.546,00	n.m.	81.228,80	362,9%	81.228,80	0,0%	81.228,80	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	404.756,00	-15,4%	365.724,90	-9,6%	364.092,54	-0,4%	349.573,64	-4,0%
Materialaufwand	6.980.283,00	-12,1%	7.869.554,95	12,7%	8.785.717,31	11,6%	9.922.178,26	12,9%
Rohergebnis nach GKV	9.198.355,00	-16,7%	10.341.055,60	12,4%	11.491.280,47	11,1%	12.905.592,11	12,3%
Personalaufwand	3.536.829,00	-14,9%	3.987.412,85	12,7%	4.451.621,77	11,6%	5.027.453,44	12,9%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	757.196,00	11,5%	806.471,50	6,5%	855.747,00	6,1%	905.022,50	5,8%
sonstige betriebliche Aufwendungen	3.947.382,00	-12,0%	3.566.731,24	-9,6%	3.550.811,70	-0,4%	3.409.216,17	-4,0%
Ebit (vor Strukturaufwand)	956.948,00	-44,4%	1.980.440,00	107,0%	2.633.100,00	33,0%	3.563.900,00	35,3%
EBIT-Marge (vor Strukturaufwand)	5,99%	-4,1 pp	11,00%	5,0 pp	13,10%	2,1 pp	15,70%	2,6 pp
EBITDA	1.714.144,00	-28,6%	2.786.911,50	62,6%	3.488.847,00	25,2%	4.468.922,50	28,1%
EBITDA-Marge	10,73%	-3,3 pp	15,48%	4,7 pp	17,36%	1,9 pp	19,69%	2,3 pp
EBIT	956.948,00	-44,4%	1.980.440,00	107,0%	2.633.100,00	33,0%	3.563.900,00	35,3%
EBIT-Marge	5,99%	-4,1 pp	11,00%	5,0 pp	13,10%	2,1 pp	15,70%	2,6 pp
Erträge aus Wertpapieren	622.918,00	289,0%	442.000,00	-29,0%	320.000,00	-27,6%	220.000,00	-31,3%
Zinserträge	22.343,00	-50,5%	45.879,98	105,3%	47.155,38	2,8%	46.041,48	-2,4%
Zinsaufwand	154.313,00	94,7%	262.850,88	70,3%	258.424,39	-1,7%	258.424,39	0,0%
Finanzergebnis	490.948,00	n.m.	225.029,09	-54,2%	108.730,99	-51,7%	7.617,09	-93,0%
außerordentliches Ergebnis	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	1.447.896,00	n.m.	2.205.469,09	52,3%	2.741.830,99	24,3%	3.571.517,09	30,3%
EBT-Marge	9,07%	n.m.	12,25%	3,2 pp	13,64%	1,4 pp	15,73%	2,1 pp
Steuern	296.641,00	-60,5%	452.121,16	52,4%	562.075,35	24,3%	732.161,00	30,3%
Steuerquote	20,49%	n.m.	20,50%	0,0 pp	20,50%	0,0 pp	20,50%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	1.151.255,00	n.m.	1.753.347,93	52,3%	2.179.755,64	24,3%	2.839.356,08	30,3%
Anteile Dritter	-42.935,00	-87,9%	186.625,36	n.m.	348.231,30	86,6%	517.017,86	48,5%
Konzernjahresüberschuss	1.194.190,00	n.m.	1.566.722,57	31,2%	1.831.524,34	16,9%	2.322.338,22	26,8%
Anzahl Aktien zum 19.07.13 (Mio.)	4,95	0,0%	4,95	0,0%	4,95	0,0%	4,95	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,24	n.m.	0,32	31,2%	0,37	16,9%	0,47	26,8%

Quelle: Geratherm, Solventis Research

Geratherm: Bilanz, in €

	2012	yoy	2013e	yoy	2014e	yoy	2015e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand+Wertpapiere	8.809.871,00	108,5%	9.542.120,00	8,3%	9.320.032,40	-2,3%	9.096.558,04	-2,4%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	3.205.877,00	10,9%	3.214.298,33	0,3%	3.588.502,36	11,6%	4.052.686,74	12,9%
Vorräte	5.460.089,00	-8,4%	4.955.691,74	-9,2%	5.412.626,30	9,2%	5.992.767,02	10,7%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	383.334,00	8,2%	383.334,00	0,0%	383.334,00	0,0%	383.334,00	0,0%
Steuerforderungen	232.540,00	137,1%	232.540,00	0,0%	232.540,00	0,0%	232.540,00	0,0%
Summe Umlaufvermögen	18.091.711,00	33,7%	18.327.984,07	1,3%	18.937.035,07	3,3%	19.757.885,81	4,3%
Sachanlagen	3.762.300,00	1,4%	3.916.016,00	4,1%	4.164.644,00	6,3%	4.508.184,00	8,2%
Immaterielle Vermögenswerte	456.092,00	0,6%	456.092,00	0,0%	456.092,00	0,0%	456.092,00	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	1.230.609,00	-18,1%	1.230.609,00	0,0%	1.230.609,00	0,0%	1.230.609,00	0,0%
Portfolio	3.718.382,00	-30,0%	3.718.382,00	0,0%	3.718.382,00	0,0%	3.718.382,00	0,0%
Summe Anlagevermögen	9.293.137,00	-15,9%	9.446.853,00	1,7%	9.695.481,00	2,6%	10.039.021,00	3,5%
Summe Aktiva	27.384.848,00	11,4%	27.774.837,07	1,4%	28.632.516,07	3,1%	29.796.906,81	4,1%
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	0,4%	10.711.677,00	0,0%	10.711.677,00	0,0%	10.711.677,00	0,0%
Gewinnrücklagen	3.372.389,00	-1,8%	3.701.611,82	9,8%	4.048.136,45	9,4%	4.637.975,02	14,6%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	19.034.065,00	-0,1%	19.610.787,77	3,0%	20.204.812,35	3,0%	21.042.150,87	4,1%
Anteile in Fremdbesitz	-412.790,00	5,0%	-412.790,00	0,0%	-412.790,00	0,0%	-412.790,00	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	18.621.275,00	-0,2%	19.197.997,77	3,1%	19.792.022,35	3,1%	20.629.360,87	4,2%
Langfristige Schulden								
Investitionszuwendungen	794.830,00	1,6%	794.830,00	0,0%	794.830,00	0,0%	794.830,00	0,0%
Finanzverbindlichkeiten	3.700.000,00	236,4%	3.700.000,00	0,0%	3.700.000,00	0,0%	3.700.000,00	0,0%
Darlehen Minderheiten	596.079,00	-2,2%	596.079,00	0,0%	596.079,00	0,0%	596.079,00	0,0%
Summe langfristige Schulden	5.090.909,00	104,3%	5.090.909,00	0,0%	5.090.909,00	0,0%	5.090.909,00	0,0%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	1.171.275,00	3,5%	1.320.492,73	12,7%	1.474.222,61	11,6%	1.664.918,08	12,9%
Finanzverbindlichkeiten	1.663.869,00	13,7%	1.221.219,46	-26,6%	1.221.219,46	0,0%	1.221.219,46	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	108.993,00	-19,9%	122.878,46	12,7%	137.183,79	11,6%	154.928,96	12,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	655.788,00	0,4%	739.333,88	12,7%	825.406,07	11,6%	932.175,02	12,9%
Erhaltene Anzahlungen	72.739,00	73,9%	82.005,78	12,7%	91.552,78	11,6%	103.395,42	12,9%
Summe Kurzfristige Schulden	3.672.664,00	7,2%	3.485.930,30	-5,1%	3.749.584,71	7,6%	4.076.636,93	8,7%
Summe Passiva	27.384.848,00	11,4%	27.774.837,07	1,4%	28.632.516,07	3,1%	29.796.906,81	4,1%

Quelle: Geratherm, Solventis Research

Geratherm: DCF-Modell

(in EUR)	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	Terminal Value
Umsatz	15.969.520,0	18.004.000,0	20.100.000,0	22.700.000,0	24.940.000,0	27.180.000,0	28.700.000,0	29.500.000,0	
Veränderung in %	-6,8%	12,7%	11,6%	12,9%	9,9%	9,0%	5,6%	2,8%	
EBITDA	1.714.144,0	2.786.911,5	3.488.847,0	4.468.922,5	5.343.738,0	5.950.333,5	6.304.949,0	6.500.624,5	
EBITDA-Marge	10,7%	15,5%	17,4%	19,7%	21,4%	21,9%	22,0%	22,0%	
EBIT	956.948,0	1.980.440,0	2.633.100,0	3.563.900,0	4.389.440,0	4.946.760,0	5.252.100,0	5.398.500,0	
EBIT-Marge	6,0%	11,0%	13,1%	15,7%	17,6%	18,2%	18,3%	18,3%	
NOPLAT	760.891,1	1.574.449,8	2.093.314,5	2.833.300,5	3.116.502,4	3.512.199,6	3.728.991,0	3.832.935,0	3.605.700,0
Reinvestment Rate	-22,2%	-31,2%	44,2%	42,3%	36,8%	35,0%	28,3%	23,2%	27,2%
FCFF	930.058,1	2.065.927,5	1.167.277,8	1.636.130,9	1.971.072,4	2.282.635,5	2.673.575,7	2.945.123,9	45.418.720,1
WACC	5,96%	6,01%	6,03%	6,05%	5,99%	6,01%	6,07%	6,12%	7,28%
Kummuliertes WACC		106,01%	112,40%	119,20%	126,35%	133,94%	142,07%	150,76%	161,74%
Barwerte der FCFF		1.948.737,1	1.038.463,8	1.372.572,6	1.560.068,1	1.704.238,8	1.881.920,0	1.953.554,9	28.082.061,9
Summe Barwerte FCFF	11.459.555,2								
Barwert Terminal Value	28.082.061,9								
in % des Unternehmenswertes	71,0%								
Wert des Unternehmens	39.541.617,1								
Netto-Finanzschulden	-2.651.172,0								
Wert Verlustvortrag	0,0								
Minderheiten	0,0								
Beteiligungen	0,0								
Wert des Eigenkapitals	42.192.789,1								
Wert pro Aktie	8,52								

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: **22. Juli 2013**

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.

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

1. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
2. 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, FTD, 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.