

KAUFEN

Kursziel: EUR 1,54

Branche: Biotechnologie
Land: Deutschland
ISIN: DE0006577109J
Reuters: NN6G.H
Bloomberg: NN6:GR
Website: www.nanorepro.de

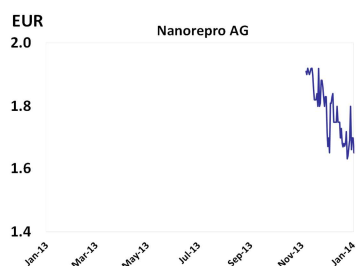
Schlusskurs: 0,90
Low: 0,73
High: 1,86
Preis 52W: 0,73
Marktkap. (EUR Mio.): 3,91
Anzahl d. Aktien (Mio.): 4,34

Aktionärsstruktur

Management: 10,00%
Streubesitz: 90,00%

4 Wochen: -34,04%
13 Wochen: -26,32%
26 Wochen: -27,08%
52 Wochen: -22,19%
Lfd. jahr: -6,80%

	in EUR	in %
2011	0,00	0,00%
2012	0,00	0,00%
2013	0,00	0,00%
2014	0,00	0,00%



Analysts:

Dr. Norbert Kalliwoda
Phone: +49 69 97 20 58 53
Email: nk@kalliwoda.com
BLOOMBERG PAGE: KALL

NanoRepro AG

Gerüstet für die Zukunft

Die Neuausrichtung der Gesellschaft hat für eine vorübergehende Delle beim Umsatz gesorgt. So lag der Umsatz im ersten Halbjahr 2015 bei lediglich knapp 200.000 Euro und somit in etwa auf der Höhe des 2.Halbjahres 2014, aber rund 50% unter Vorjahresniveau.

- Die Hausaufgaben wurden im letzten Jahr gemacht und damit wurde die Basis für zukünftiges Wachstum gelegt.
- Die lang erwartete Zulassung des HIV-Testes erfolgte im Frühjahr dieses Jahres. Da es sich beim HIV-Test um ein höherwertiges Produkt handelt, ist Nanorepro damit in eine andere Liga aufgestiegen. Hierdurch ist Nanorepro insgesamt für viele Unternehmen als Geschäftspartner interessant geworden.
- Die erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung i.H. v. rd.1,4 Mio. Euro netto ermöglicht die Neuausrichtung der Wachstumsstrategie.
- Die Neuentwicklung/Überarbeitung der Tests unter eigenem Namen führt zu einer Verbesserung der Konkurrenzfähigkeit durch Verringerung der Produktionskosten um rd. 70% und sollte mittelfristig auch zu einer Verbesserung der Margen führen.
- Der geplante Media-Deal mit einer namhaften Gesellschaft mit einem Brutto-Media-Volumen i.H.v. 20 Mio. Euro über 5 Jahre sollte zu einem nachhaltigen Umsatzschub im Inland führen.
- Neu abgeschlossene OEM-Verträge mit Nu3, Vimedica und Grünspecht sollten im 2.Halbjahr zu einem Umsatzanstieg führen.
- Nach dem Einbruch des Auslandsgeschäftes zeichnet sich hier eine leichte Belebung ab. Im 4. Quartal könnte der erste Umsatz mit HIV verzeichnet werden.
- Wir rechnen für 2015 mit Umsätzen auf dem Niveau des Vorjahres und einem deutlichen Verlustausweis. 2016 sehen wir eine starke Verbesserung bei Umsatz und Ertrag. Unser Kursziel liegt bei 1,54 Euro.

Key Facts

EURm	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Netto Sales	1.042.000	515.000	482.000	1.406.800	2.451.780	3.468.758
EBITDA	-454,56	65,55	-647,80	-310,69	210,30	753,60
EBIT	-493,05	-24,92	-1.008,80	-536,69	-25,70	507,60
Net income	-497,70	-27,28	-1.010,01	-536,69	-25,70	507,60
EPS	-0,17	-0,01	-0,23	-0,12	-0,01	0,11
BVPS	0,57	0,58	0,41	0,42	0,42	0,38
RoE	-39,71%	-1,54%	-54,85%	-29,67%	-1,41%	27,94%
EBIT margin	-31,10%	-2,07%	-168,13%	-38,15%	-1,05%	14,6%
P/E	-4,68x	-96,77x	-3,44x	-6,47x	-135,18x	7,53x
P/BVPS	1,42x	1,38x	1,96x	1,89x	1,92x	2,09x
EV/EBITDA	-6,53x	45,30x	-4,58x	-9,56x	14,12x	3,94x

Inhalt

1. Unternehmensprofil	3
2. Stärken und Schwächen (Swot-Analyse)	3
3. Bewertung	4
DCF-model.....	4
4. Unternehmensstrategie und Implikationen	5
5. Ergebnis und Ausblick	8
<i>Umsatz und Bilanz</i>	8
<i>Umsatzverteilung</i>	9
6. Marktumfeld	11
7. Kunden	11
8. Management und Aktionärsstruktur	11
9. Financials	12
a. Gewinn- und Verlustrechnung	12
b. Bilanzen.....	13
c. Kapitalflussrechnung.....	13
10. Kontakt	14

1. Unternehmensprofil

NanoRepro AG, ansässig in Marburg an der Lahn, entwickelt und vertreibt Schnelltests für die Selbstdiagnose im Bereich der Familienplanung und der Gesundheitsvorsorge. Zu nennen sind hier insbesondere Tests zur Fruchtbarkeit bei Mann und Frau, Allergietests wie z.B. der Glutencheck, aber auch ein HIV-Test und ein Helicobacter-Pylori-Test sind Bestandteil des Portfolios der NanoRepro AG. Seit der Übernahme von Alphabiol gehören auch Komplementärprodukte im Bereich der Nahrungsergänzungsmittel zum Sortiment.



Die Gesellschaft beschäftigt aktuell 15 Mitarbeiter in Marburg. NanoRepro AG betreibt eigene Online Shops als Ergänzung zum Großhandel und zu Einzelhandelskanälen. Die Gesellschaft konzentriert sich auf Produkte mit überdurchschnittlichem Wachstumspotential

2. Stärken und Schwächen (Swot-Analyse)

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Umfangreiches Produktportfolio im Bereich der Selbstdiagnostik von Krankheiten, Allergien, Familienplanung abgerundet durch Komplementärprodukte im Bereich der Nahrungsergänzungsmittel verschaffen Nanorepro einen Vorsprung vor den Wettbewerbern - Mit der Zulassung des HIV-Tests verfügt NanoRepro über ein der Klassifizierung entsprechend höher eingestuftes Qualitätssicherungssystem und hat die Grundlage für die Einführung weiterer Schnelltests im Hochrisiko-Bereich geschaffen. In diesem Bereich ist der Markteintritt für neue Wettbewerber schwieriger - Innovatives Produktmanagement durch ständige Neuentwicklung und Verbesserung bestehender Tests - Nach der Kapitalerhöhung im Frühjahr hat die Gesellschaft ein solides finanzielles Fundament zur Fortsetzung der Wachstumsstrategie - Diverse Vertriebspartnerschaften verbessern die Zukunftsaussichten 	<ul style="list-style-type: none"> - Auslandsvertrieb noch nicht schlagkräftig - Wettbewerbsfähigkeit in Schwellenländern wegen Preissensitivität teilweise noch nicht vorhanden - Kleines Managementteam - Fehlende Exklusivität beim Vertrieb einiger Produkte - Kleines Marketingbudget beschränken Wachstum
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Neu- und Nachentwicklung von Tests unter eigenem Namen verbessert zukünftig die Wettbewerbsfähigkeit - Wachsender Markt für Schnelltests aufgrund des Trends zu immer mehr Allergien. In Deutschland leidet inzwischen jeder Dritte an Allergien - Der Kinderwunsch wird immer später realisiert. Steigendes Alter bei der Geburt verstärkt das Risiko von Unfruchtbarkeit bei Mann und Frau und steigert die Nachfrage nach Tests - Schwellenländer mit dem höheren Bevölkerungswachstum und steigendem Wohlstand werden immer interessanter als Vertriebsziel. - Hier hat Nanorepro insbesondere im Bereich der Geschlechtskrankheiten wie HIV und im Bereich der Fruchtbarkeit die entsprechenden Produkte 	<ul style="list-style-type: none"> - Staatliche Kontrollen und Restriktionen können das Wachstum behindern. Zertifizierungen und Registrierungen können extrem lange dauern - Mit dem Wachstum des Marktes kann das Segment auch für große Unternehmen interessant werden und die Wettbewerbsintensität verstärken - geringe Eintrittsbarrieren für neue Wettbewerber, weil viel Produkte einfach zu kopieren sind.

Source: Dr. Kalliwoda Research GmbH, 2015

3. Bewertung

Entscheidend für die Bewertung ist die Entwicklung in den Jahren 2016ff. Da die Gesellschaft aktuell noch nicht profitabel ist, sind klassische Kennzahlen wie KGV nicht zielführend. Auch ein Peergroup-Vergleich ist sehr schwierig, weil es nur wenige vergleichbare Unternehmen an der deutschen Börse gibt. Sicherlich gibt es Unternehmen mit Umsätzen im Bereich von Selbsttests wie z.B. Geratherm oder Stada. Bei diesen Unternehmen spielen die Selbsttests allerdings nur eine untergeordnete Rolle und damit sind diese Unternehmen untauglich für einen Vergleich. Dann gibt es wiederum extrem hoch bewertete Unternehmen wie Epigenomics, das allerdings nur einen Test zur Erkennung von Darmkrebs in der Entwicklung hat. Nanorepro hat auch einen Test zur Erkennung von Darmkrebs, genauer gesagt zum Nachweis von Blut, macht aber damit keine nennenswerten Umsätze, auch weil von den Krankenkassen keine Erstattung gewährt wird.

Wir präferieren deshalb eine DCF-Bewertung und kommen in unserem Basisszenario auf ein Kursziel von 1,54 unter Berücksichtigung einer angenommenen KE in 2016.

DCF-model

Discounted-Cash-Flow-Modell								
in EURk	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Umsatz	1.205,00	600,00	1.406,80	2.451,78	3.468,76	4.808,28	6.584,66	7.600,76
(Veränd. ggü. Vj.)	-24,0%	-50,2%	134,5%	74,3%	41,5%	38,6%	36,9%	15,4%
Betriebsergebnis	-24,92	-1.008,80	-536,69	-25,70	507,60	409,66	460,93	380,04
(Operative-Marge)	-2,1%	-168,1%	-38,1%	-1,0%	14,6%	8,5%	7,0%	5,0%
NOPLAT	-24,92	-1.008,80	-536,69	-25,70	507,60	409,66	460,93	380,04
+ Abschreibungen	90,47	361,00	226,00	236,00	246,00	0,27	0,28	0,29
= Operativer Netto-Cashflow	65,55	-647,80	-310,69	210,30	753,60	409,93	461,21	380,32
- Investitionen (CAPEX und WC)	-685,18	-41,19	83,24	121,61	74,34	116,38	167,95	87,16
CAPEX	-654,89	-0,10	-0,10	-0,09	-0,08	-0,02	0,00	0,00
Working Capital	-30,29	-41,09	83,34	121,70	74,42	116,39	167,95	87,16
Freier Cashflow (FCF)	-619,62	-688,99	-227,46	331,91	827,93	526,31	629,16	467,49
Barwert der FCF's	0,00	-639,82	-196,15	265,79	615,69	363,45	403,46	278,39
BW der FCFs in offener Periode	1.432,33							
BW des Endwerts	4.542,99							
Unternehmenswert	5.975,31							
+ Nettoliquidität / - Nettoschulden (31 März 2013)	852,19							
+ Investitionen / - Minderheiten	0,00							
Wert des Eigenkapitals	6.827,51							
Anzahl der Aktien (k)	4.777,14							
WACC	7,7%							
Eigenkapitalkosten (COE)	8,2%							
Fremdkapitalkosten v.St.	8,0%							
Effektiver Steuersatz	30,0%							
Fremdkapitalkosten n.St.	5,6%							
Eigenkapitalquote	80,0%							
Fremdkapitalquote	20,0%							
Fairer Wert je Aktie in € (heute)	1,43							
Fairer Wert je Aktie in € (in 12 Monaten)	1,54							

Sensitivitätsanalyse	Terminal EBIT-Marge							
	3,3%	4,3%	5,3%	6,3%	7,3%	8,3%	9,3%	
4,7%	1,83	2,19	2,56	2,92	3,29	3,65	4,01	
5,7%	1,47	1,73	2,00	2,26	2,53	2,79	3,06	
6,7%	1,23	1,43	1,63	1,84	2,04	2,24	2,45	
7,7%	1,06	1,22	1,38	1,54	1,70	1,86	2,02	
8,7%	0,93	1,06	1,19	1,32	1,45	1,58	1,71	
9,7%	0,83	0,94	1,05	1,15	1,26	1,36	1,47	

Source: Dr. Kalliwoda Research GmbH, 2015

4. Unternehmensstrategie und Implikationen

Das Unternehmen hat sich in der Vergangenheit auf den Ausbau des Produktportfolios konzentriert. Inzwischen hat die Gesellschaft ein Portfolio von 20 Produkten:

Fruchtbarkeit bei Mann und Frau

OvuQUICK	Eisprungtest
GraviQUICK	Schwangerschaftsschnellst
GraviQUICK	Schwangerschaft-Frühtest
MenoQUICK	Menopausetest
FertiQUICK	Fruchtbarkeit des Mannes

Allergietests

GlutenCHECK	Glutenunverträglichkeit
AllergoCHECK	Selbsttest für luftübertragene Allergien
MilchCHECK	Selbsttest zum Nachweis von Milchunverträglichkeit
EierCHECK	Selbsttest zum Nachweis von Eiweißunverträglichkeit

Gesundheitsvorsorge

HIVQUICK	Test zum Nachweis einer HIV-Infektion
VagiQUICK	Scheidenpilztest
CholesterinCHECK	Cholesterintest
FOBCHECK	Selbsttest zur Früherkennung von Darmkrebs
Heli-C-CHECK	Test zur Erkennung des Magenkeims Helicobacter Pytori

Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen in den nächsten 12 Monaten 3-4 weitere Tests im Bereich der sexuell übertragbaren Krankheiten an den Markt bringen wird. In den Folgejahren sollten weitere Neuentwicklungen in ähnlichem Tempo erfolgen und damit auch zu einer Umsatzerhöhung führen.

Wichtiger ist momentan, dass derzeit ein Großteil der Produkte, die bisher in Industriekooperationen entwickelt wurden, in Zusammenarbeit mit einem deutschen Partner neu entwickelt werden. Diese Tests sind dann zu 100% Eigentum der Nanorepro. Die Tests werden in Deutschland produziert, können also als „Made in Germany“ verkauft werden. Gleichzeitig spart man bis zu 70% der Produktionskosten ein. Dieser Schritt führt also einerseits zu einer Margenverbesserung und andererseits auch zu einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Dies ist insbesondere im Bereich der Fruchtbarkeit wichtig, sind diese Tests neben HIV die wichtigsten Produkte für die Schwellenländer. Hier erhofft man sich eine deutliche Belebung des Geschäfts durch die verbesserte

Wettbewerbsfähigkeit. Der erste Test, der Spermientest FertiQUICK, durchläuft gerade den Zulassungsprozess. Insgesamt sollen noch im laufenden Jahr 4 Tests neuentwickelt werden. Damit verbunden ist natürlich eine gewisse Kostenbelastung von rund 30.000 Euro je Test, aber diese Investition sollte sich schnell auszahlen. FertiQUICK z.B. hat im 1.Halbjahr rd. 30.000 Euro umgesetzt, macht im Gesamtjahr also rd. 60.000 Euro. Bei einer Bruttomarge von 60% beträgt der Materialaufwand also in diesem Jahr ca. 24.000 Euro. Bei 70% Ersparnis gehen diese Kosten auf ca. 8000 Euro zurück. D.h. dass sich die Investition bei gleichbleibendem Umsatz in 2 Jahren amortisiert. Da wir davon ausgehen, dass der Umsatz steigt, geht es in der Realität wahrscheinlich noch schneller. Momentan sind 8 Tests für ca. 80% des Umsatzes verantwortlich. Wir gehen davon aus, dass zumindest diese 8 Tests spätestens 2016 alle neuentwickelt sein werden. Im Jahre 2016 sollte der Materialaufwand bei rd. einer halben Million Euro liegen; die Ersparnis ist offensichtlich. Wir haben in unserem Modell allerdings die Bruttomarge für die Zukunft insgesamt nur um 5% erhöht. Wir sind davon ausgegangen, dass ein Teil der Ersparnis über geringere Verkaufspreise abgegeben wird, um Marktanteile zu gewinnen.

Wesentlich ist für Nanorepro die Vertriebsstrategie. Deshalb hat man in diesem Jahr zwei neue Vertriebsmitarbeiter eingestellt, die sich auf das Auslandsgeschäft konzentrieren sollen. Hier ist es im laufenden Jahr zu einem Einbruch gekommen. Neben geopolitischen Problemen (Russland, Naher Osten u.a.) dauern Vertragsverhandlungen mit potentiellen Partnern insgesamt länger als ursprünglich vom Management angenommen.

Die neuen Mitarbeiter konzentrieren sich neben den bisherigen Ländern auch auf neue Regionen wie z.B. Südafrika und Brasilien. Wir gehen davon aus, dass – auch mit den konkurrenzfähigeren Produkten – in den nächsten Jahren ein deutliches Wachstum im Auslandsgeschäft zu verzeichnen sein wird. Erste Umsätze erwarten wir auch schon im 2. Halbjahr. Hier rechnet das Management insbesondere mit ersten Umsätzen des HIV Tests.

Aktuell liegt der Auslandsanteil nur noch bei knapp 25% und wird im Gesamtjahr nur leicht über 100.000 Euro liegen. Wir erwarten allerdings bereits im nächsten Jahr eine Verdreifachung des Umsatzes. Russland sollte erstmals zum Umsatz beitragen. Zudem erwarten wir Umsätze aus Südamerika und eine Neuaufnahme der Verkäufe in Middle East.

Verstärkt hat man zuletzt den OEM-Bereich. Zuletzt wurden 3 neue Verträge mit Nu3, Vimedica und Grünspecht abgeschlossen worden. Mit den ersten Auslieferungen rechnet die Gesellschaft in diesem Jahr. Wir nehmen dazu eine vorsichtige Haltung ein und setzen für das 2. Halbjahr lediglich 5.000 Euro Umsatz je Vertriebspartner an.

Die Gesellschaft hat durchblicken lassen, dass weitere Gespräche mit möglichen Partnern geführt werden. Für das nächste Jahr erwarten wir einen monatlichen Umsatz von 10.000 Euro je Monat zusätzlich zum normalen Geschäft mit den genannten und neuen Partnern.

Nanorepro hat auf der letzten Hauptversammlung von einem wahrscheinlichen Mediadeal berichtet. Das Mediavolumen soll bei 20 Mio. Euro auf 5 Jahre verteilt. 8% des Volumens soll in Cash bezahlt werden. Für den Rest soll es eine Erfolgsbeteiligung geben.

Dass Werbung extrem wichtig ist, kann man an der Umsatzentwicklung Nanorepros in Deutschland erkennen. Wurden im Jahr 2011 in Hochzeiten noch 80.000 Euro Umsatz monatlich in Deutschland gemacht, liegt diese Zahl heute bei nur noch 25.000 Euro. Ursächlich hierfür dürfte auch das wegen der finanziellen Situation massiv gekürzte Werbebudget sein. Wir gehen davon aus, dass der Deal Anfang nächsten Jahres über die Bühne geht, haben allerdings noch keine volle Wirksamkeit angenommen. Kosten von 320.000 Euro (8% von 4.000.000 Euro) haben wir Umsatzerlöse von 400.000 entgegengestellt, womit der Zusatzumsatz im nächsten Jahr noch ein negatives Ergebnis generieren würde. In den Folgejahren sollte die Werbung die volle Wirkung entfalten und ab 2018 Umsätze von über 1 Mio. Euro generieren. Die tatsächlich nach der Theorie erzielbaren Umsätze könnten noch höher sein.

In der Vergangenheit hat man zudem geplant mit Handelsketten wie z.B. Rossmann oder DM ins Geschäft zu kommen. Bisher gestaltete sich dieser Plan als schwierig. Notwendige Genehmigungen sind schwer zu bekommen. Um bei diesen Gesellschaften gelistet zu werden, sind umfangreiche Vorarbeiten und Testläufe notwendig. Wir sind bei unseren Zahlen davon ausgegangen, dass dies auch in den nächsten Jahren nicht gelingen wird, auch wenn das Management versichert hat, dass das Thema weiterverfolgt wird.

5. Ergebnis und Ausblick

Umsatz und Bilanz

Der Umsatz lag im 1. Halbjahr 2015 bei knapp 180.000 Euro und damit deutlich unter Vorjahr (315.000 Euro).

Der Inlandsumsatz lag bei 136.000 Euro und der Auslandsumsatz bei 41.000 Euro.

Das Auslandsgeschäft kam also nahezu zum Erliegen. Ursächlich hierfür war zum einen der ungünstige Mix aufgrund der politischen Lage im Nahen Osten und in Russland, aber auch in vielen Schwellenländern ließ der Erfolg auf sich warten. Hier spielt häufig der Preis eine entscheidende Rolle. Deshalb hat das Management wie beschrieben beschlossen, insbesondere die für diese Märkte wichtigen Produkte neu zu entwickeln um zukünftig wettbewerbsfähiger zu sein. Zudem wurde erst im laufenden Jahr der Auslandsvertrieb neu strukturiert, mit Ergebnissen ist deshalb erst in der Zukunft zu rechnen.

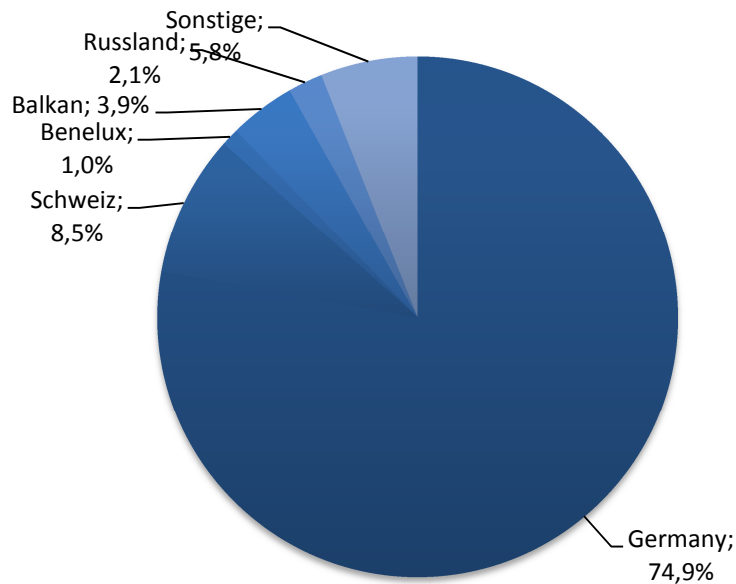
Die geringen Umsätze, die erfolgten, kamen im wesentlichen aus Großbritannien, dem Balkan, der Schweiz und Österreich.

Der Rückgang der Umsätze im Inland lag wie gesagt an dem drastisch reduzierten Werbebudget, aber auch daran, dass der Fokus des Managements hauptsächlich auf der Zulassung des HIV-Tests, der Umstrukturierung der Gesellschaft und der Kapitalbeschaffung lag.

Source: Company, Dr. Kalliwoda Research GmbH, 2015

Umsatzverteilung

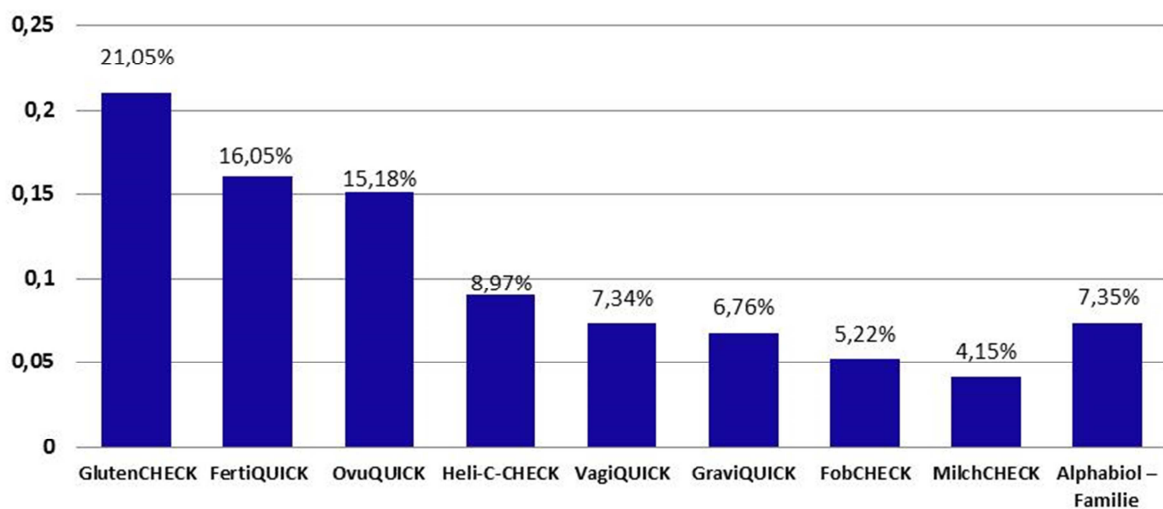
Geographische Umsatzverteilung für 2015



Source: Company, Dr. Kalliwoda Research GmbH, 2015

Rund 80% des Umsatzes erfolgte mit 8 Produkten. Hauptumsatzbringer waren GlutenCHECK mit einem Anteil von 21%, FertiQUICK mit einem Anteil von 16% und OvuQUICK mit 15%.

Die im Vorjahr erworbene Produktfamilie Alphabiol trug über 7% zum Umsatz bei:



Source: Company, Dr. Kalliwoda Research GmbH, 2015

Das EBITDA lag im ersten Halbjahr mit rund 400.000 Euro im Minus. Negativ beeinflusst wurde das Ergebnis durch die im Frühjahr durchgeführte Kapitalerhöhung. Hierdurch wurde das Ergebnis mit knapp 200.000 Euro belastet. Der Fehlbetrag für das 1. Halbjahr betrug insgesamt rd. 650.000 Euro. Hier wirken sich höhere Abschreibungen aus. U.a, wird das im Vorjahr aktivierte Rußlandgeschäft nun über 5 Jahre abgeschrieben. Zudem wurden Darlehen der Aufsichtsräte in Höhe von 102.000 Euro nach der erfolgreichen Kapitalerhöhung zurückgeführt und als außerordentlicher Aufwand gebucht. Dieser Betrag wurde im Vorjahr gewinnerhöhend gebucht.

Der Cashbestand betrug zum Halbjahresende 928.000 Euro. Neben den Verlusten aus dem laufenden Geschäft verringerte sich der Cashbestand auch durch die Rückzahlung von Darlehen und den Kosten der Kapitalerhöhung.

Ausblick

Wir erwarten im 2.Halbjahr eine Belebung des Geschäfts. Nach 177.000 Euro Umsatz im ersten Halbjahr sollte das 2. Halbjahr bei rund 300.000 Euro liegen und damit auch über dem Umsatz des 2.Halbjahres 2014 liegen. Ursächlich hierfür sind bereits vorhandene Aufträge aus dem Inland, aber auch schon bestätigte Bestellungen aus dem Ausland, wobei insbesondere die Schweiz zu nennen ist. Wir haben noch keinerlei HIV-Umsätze in den Zahlen berücksichtigt. Die neuen Kooperationen sind nur mit sehr geringen Beträgen berücksichtigt. Der Gesamtjahresumsatz bleibt voraussichtlich leicht unter Vorjahr.

Das Ergebnis des 2.Halbjahres sollte ein EBITDA von ca. -250.000 Euro ausweisen; der Fehlbetrag liegt voraussichtlich bei über 350.000 Euro.

Der Cashbestand sollte sich dementsprechend ebenfalls nach unten entwickeln. Neben den Verlusten aus dem laufenden Geschäft belastet auch die Neuentwicklung der Produkte den Cash Flow im 2. Halbjahr um über 100.000 Euro.

Ab 2016 erwarten wir dann die Früchte der Maßnahmen. Ab 2016 wirken sich die Vertriebs- und Werbeaktivitäten aus. Die Kooperationen werden deutlich höhere Umsätze bringen. Das Neudesign der Produkte wird die Margen erhöhen. HIV wird ab 2016 spürbare Umsatzbeiträge bringen, auch der Ausbau des Auslandsvertriebs wird deutliche Umsatzsprünge zulassen.

Wir rechnen demnach im Jahre 2016 mit einem Umsatzanstieg auf rd.1,4 Mio. Euro. Nach weiteren Steigerungen erwarten wir in 2018 Umsätze von deutlich über 3 Mio. Euro.

Auch beim Ergebnis erwarten wir kontinuierliche Verbesserungen. 2016 sollte das letzte Verlustjahr werden. Für 2017 gehen wir vom Erreichen des Break-Even aus und 2018 sollte erstmals deutliche Gewinne bringen. Wir sind bei unseren Berechnungen davon ausgegangen, dass in 2016 letztmalig eine Kapitalerhöhung i.H.v.10% zur Finanzierung des Wachstums erfolgt. Unser DCF-basiertes Kursziel liegt bei 1,54 Euro je Aktie.

Our forecasts 2015E-2017E

Our forecasts 2015E - 2017E

in EURm	2015E		
	2015E	2016E	2017E
Net sales	0,60	1,41	2,45
EBITDA	-0,65	-0,31	0,21
EBITDA margin	-108,0%	-22,1%	8,6%
EBIT	-1,01	-0,54	-0,03
EBIT margin	-168,1%	-38,1%	-1,0%
Net income	-1,01	-0,54	-0,03
Net margin	-168,33%	-38,15%	-1,05%

Source: Dr. Kalliwoda Research GmbH, 2014

6. Marktumfeld

Der Weltmarkt für Diagnostik ist ein Riesenmarkt, wobei der Markt für Selbstdiagnostik ungefähr ein Viertel ausmacht. Das Volumen lag nach Schätzungen im Jahr 2013 bei ca. 11 Mrd. Euro, wobei der Markt in Deutschland mit 280 Mio. Euro noch sehr klein war. Das zeigen auch Zahlen eines großen deutschen Pharmaunternehmens, bei dem die Umsätze im Vorjahr noch nicht deutlich höher als bei Nanorepro lagen und auch das Produktportfolio noch deutlich kleiner ist. Was man allerdings sieht und uns auch für Nanorepro zuversichtlich stimmt, dass das Wachstum auch im laufenden Jahr sehr stark ist. Das Preisniveau ist zuletzt leicht gefallen, aber Nanorepro produziert zu konkurrenzfähigen Preisen und sollte mit entsprechender Werbung und starken Partnern erfolgreich sein können. Wir gehen davon aus, dass wir in den nächsten Jahren weiteres Wachstum sehen werden, insbesondere auch in den Schwellenländern.

7. Kunden

Neben dem Vertrieb über eigene Online-Shops (ca. 30% vom Umsatz) verkauft Nanorepro ca. zwei Drittel der Produkte über Apotheken, davon ca. die Hälfte über Apothekengroßhändler. Nanorepro ist bei den wichtigsten deutschen Großhändlern gelistet.

Daneben verkauft Nanorepro direkt an Einzelhandelsketten wie Migros in der Schweiz sowie direkt an Ärzte und Krankenhäuser wie das Charité in Berlin.

8. Management und Aktionärsstruktur

Die Gesellschaft ist seit 2006 am Aktienmarkt gelistet. Das Management hält ca. 10% und 90% sind im Streubesitz.

9. Financials

a. Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - Nanorepro							
in EURK	Geschäftsjahr						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Nettoumsatz	935	1.042	515	482	1.407	2.452	3.469
Aktiviertes Eigenvermögen	98,00	543,55	529,74	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Output	1.033	1.585	1.205	600	1.407	2.452	3.469
Bruttogewinn	530	970	887	406	914	1.594	2.255
Sonstigen betrieblichen Erträge	32,81	9,53	111,49	32,00	-30,00	-30,00	-30,00
Personalkosten	-371,26	-385,80	-298,66	-426,80	-437,48	-521,23	-608,35
Abschreibungen	-86,19	-38,49	-90,47	-361,00	-226,00	-236,00	-246,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-692,21	-1.048,64	-634,36	-659,00	-757,63	-832,13	-862,74
EBIT	-587,01	-493,05	-24,92	-1.008,80	-536,69	-25,70	507,60
Die Netto-Finanzergebnisse	-1,34	-3,57	-2,94	-1,21	0,00	0,00	0,00
EBT	-588,35	-496,62	-27,86	-1.010,01	-536,69	-25,70	507,60
Einkommenssteuer	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anteile anderer Gesellschafter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss / -fehlbetrag	-588,35	-496,62	-27,86	-1.010,01	-536,69	-25,70	507,60
EPS	0,00	-0,17	-0,01	-0,23	-0,12	-0,01	0,11
DPS	0,22	1,15	1,18	2,18	3,18	4,18	5,18
Änderung y-o-y							
Nettoumsatz	12,43%	11,43%	-50,58%	-6,38%	191,87%	74,28%	41,48%
Total Output	24,21%	53,48%	-23,99%	-50,21%	134,47%	74,28%	41,48%
Bruttogewinn	10,03%	83,14%	-8,58%	-54,23%	125,23%	74,28%	41,48%
Sonstigen betrieblichen Erträge	na	-70,96%	1070,41%	-71,30%	-193,75%	0,00%	0,00%
Personalkosten	-3,07%	3,92%	-22,59%	42,91%	2,50%	19,14%	16,71%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-63,14%	51,49%	-39,51%	3,88%	14,97%	9,83%	3,68%
EBIT	-68%	-16,01%	-94,95%	3948,58%	-46,80%	-95,21%	-2075,02%
Die Netto-Finanzergebnisse	-40,07%	166,39%	-17,59%	-59,00%	-100,00%	#DIV/0!	#DIV/0!
EBT	-67,48%	-15,59%	-94,39%	3525,03%	-46,86%	-95,21%	-2075,02%
Einkommenssteuer	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	200,00%	300,00%	400,00%
Jahresüberschuss / -fehlbetrag	-67,48%	-15,59%	-94,39%	3525,03%	-46,86%	-95,21%	-2075,02%
EPS	-67,63%	84329,51%	-95,17%	2713,07%	-46,86%	-95,21%	-1895,47%
DPS	-10,40%	413,39%	2,61%	84,75%	45,87%	31,45%	23,92%
Anteil am Gesamtumsatz							
Nettoumsatz	100,00 %	100,00 %	100,00 %	101,00 %	102,00 %	103,00 %	104,00 %
Total Output	124,21 %	190,64 %	144,91 %	72,16 %	169,18 %	294,85 %	417,15 %
Kosten der verkauften Produkte	-605 %	-739 %	-382 %	-233 %	-592 %	-1032 %	-1460 %
Bruttogewinn	56,68 %	93,15 %	172,30 %	78,86 %	177,61 %	309,53 %	437,92 %
Sonstigen betrieblichen Erträge	3,51 %	0,91 %	21,65 %	6,22 %	-5,83 %	-5,83 %	-5,83 %
Personalkosten	-39,71 %	-37,04 %	-58,01 %	-82,90 %	-84,97 %	-101,24 %	-118,16 %
Abschreibungen	-9,22 %	-3,69 %	-17,57 %	-70,12 %	-43,90 %	-45,84 %	-47,78 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-74,04 %	-100,67 %	-123,21 %	-128,00 %	-147,15 %	-161,62 %	-167,57 %
EBIT	-62,79 %	-47,33 %	-4,84 %	-195,94 %	-104,24 %	-4,99 %	98,59 %
Netto-Finanzergebnisse	-0,14 %	-0,34 %	-0,57 %	-0,23 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
EBT	-62,93 %	-47,67 %	-5,41 %	-196,17 %	-104,24 %	-4,99 %	98,59 %
Einkommenssteuer	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Jahresüberschuss / -fehlbetrag	-62,93 %	-47,67 %	-5,41 %	-196,17 %	-104,24 %	-4,99 %	98,59 %

Source: Dr. Kalliwoda Research GmbH, 2015

b. Bilanzen

Bilanzen - Nanorepro								
in EURK	Geschäftsjahr							
	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Aktiva								
Zahlungsmittel	228,92	58,88	502,72	119,75	579,36	603,07	713,55	1367,63
Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	215,05	250,85	149,36	165,40	195,16	190,19	175,03	181,45
Sonstige kurzfristigen Vermögenswerte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	284,44	464,22	338,12	439,85	381,66	405,96	391,40	404,72
Summe kurzfristige Vermögenswerte	728,41	773,96	990,20	724,99	1156,19	1199,23	1279,98	1953,79
Sachanlagen	70,32	53,53	38,44	28,82	30,82	32,82	33,22	33,62
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	147,23	124,54	641,55	1329,34	743,43	977,99	1141,77	733,00
Firmenwert	147,23	222,54	107,93	84,66	84,66	84,66	84,66	84,66
Sonstige Vermögenswerte	45,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktive latente Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	7,15	10,55	7,08	4,48	4,66	4,85	5,04	5,24
Summe langfristige Vermögenswerte	416,93	411,16	795,00	1447,30	863,57	1100,31	1264,68	856,52
Aktiva	1145,34	1185,12	1785,20	2172,29	2019,75	2299,54	2544,66	2810,31
Passiva								
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	44,75	88,12	67,96	53,71	42,39	120,76	227,29	308,12
Steuerverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Personalverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	53,75	76,07	28,40	120,92	108,83	97,95	107,74	118,51
Finanzierungsleasing	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Verbindlichkeiten	23,95	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kurzfristige Verbindlichkeiten	122,45	164,18	96,36	174,63	151,22	218,70	335,03	426,63
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonderposten für Zuwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pensionsverpflichtungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rückstellungen	6,00	5,00	25,40	78,40	73,40	214,22	373,34	528,20
Sonstige Verbindlichkeiten	11,53	29,23	18,98	12,08	19,32	25,12	27,63	30,39
Passive latente Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Langfristige Verbindlichkeiten	17,53	34,23	44,38	90,48	92,72	239,34	400,97	558,60
Summe Verbindlichkeiten	139,98	198,42	140,74	265,11	243,93	458,04	736,00	985,23
Summe Eigenkapital	858,14	862,16	1644,46	1907,18	1775,82	1841,50	1808,66	1825,08
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eigenkapital und Passiva	998,11	1060,58	1785,20	2172,29	2019,75	2299,54	2544,66	2810,31

Source: Dr. Kalliwoda Research GmbH, 2015

c. Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - Nanorepro						
in EURm	Geschäftsjahr					
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Jahresüberschuss / -fehlbetrag	-589,48	-497,70	-27,28	-1.010,01	-536,69	-25,70
Abschreibungen	86,19	38,49	90,47	361,00	226,00	236,00
Veränderung des Working Capital	7,56	81,34	-30,29	-41,09	83,34	121,70
Sonstiges	-4,39	23,87	55,60	-5,18	140,64	158,93
Operativer Cashflow netto	-500,12	-354,00	88,50	-695,28	-86,72	490,93
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-58,52	-511,85	-654,89	-0,10	-0,10	-0,09
Freier Cashflow	-558,64	-865,86	-566,39	-695,38	-86,82	490,84
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	226,74	1.309,69	183,42	1.155,00	110,53	-380,36
Veränderung der liquiden Mittel	-497,78	443,84	-382,97	459,61	23,71	110,48
Liquide Mittel am Anfang der Periode	228,92	58,88	502,72	119,75	579,36	603,07
Liquide Mittel am Ende der Periode	58,88	502,72	119,75	579,36	603,07	713,55

Source: Dr. Kalliwoda Research GmbH, 2015

10. Kontakt

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Arndtstr. 47 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax: 069-13 81 92 15 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head/CEO: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Peter Arendarski E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Univers. of Economics), CFA Level 3 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Witold Konrad Kosinski E-Mail: wk@kalliwoda.com	Graduated in Finance and Banking; Warsaw School of Economics, Master of Science; 1-year Postgrad. Managem. Studies, Warsaw, Preparation CFA Lev 2	<u>Sectors:</u> Sectors: Consumer Goods, Trading Companies, Food & Beverages, Technology
Olaf Köster E-Mail: ok@kalliwoda.com	Dipl.-Betriebswirt, EBS	<u>Sectors:</u> Renewable Energy/Technology
Christoph Löffel E-Mail: cl@kalliwoda.com	Bachelor Betriebswirtschaftslehre Universität Mannheim	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dario Maugeri E-Mail: dm@kalliwoda.com	Master of Science in Corporate Finance; Rotterdam School of Management	<u>Sectors:</u> Automotive, Technology
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Legal adviser</u>
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Hans-Georg Sutter E-Mail: hsu@kalliwoda.com	Dipl.-Wirtschaftsingenieur University Kaiserslautern	<u>Sectors:</u> IT/e-commerce
Rainer Wochele E-Mail: rw@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation Fall 2013)	<u>Junior-Analyst</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd group, Capital IQ and Factset
Bloomberg Page: KALL

Analyst of this research:
Dr. Norbert Kalliwoda,
CEFA



11. Essential information, disclosures and disclaimer

A. Essential information

The investments in financial instruments and securities (e.g. equities, bonds) generally involved on high risks. It is possible that the investors lose some or all of the invested money. Potential investors should be aware of the fact that the prices of securities could fall and rise. The income from such an investment might be considerable fluctuations. Investment strategies are not appropriate at all times and past results are not a guarantee for the future performance. Investors should make their own and independent decisions as to whether a risky investment.

B. Disclosures according to Section 34b of the German Securities Trading Act (WpHG) and to the German Regulation governing the Analysis of Financial Instruments (FinAnV).

I. Information about author, company held accountable, regulatory authority:

Company responsible for the content of this document: DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH, Frankfurt am Main, Germany.

Regulatory authority for DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH is the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Germany and Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany.

Author of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, Analyst, CEO and founder of DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH.

II. Additional Information:

1. Sources of information:

Essential sources of information for the compilation of this document are publications from domestic and international information services and media (e.g. Bloomberg, dpa-AFX, Reuters, VWD, among others), financial press (e.g. *Allgemeine Zeitung Frankfurter*, *Börsenzeitung*, *Financial Times Handelsblatt* and others), specialized trade press, published statistics, rating agencies as well as publications by peer group companies and the company itself. Additionally, conservation has been held with the management of the company. This document was made available to the company before publishing to ensure the correctness of the information provided.

2. Summary of the basis of valuation principles and methods used to prepare this document:

Within the scope of the evaluation of companies the following valuation methods are applied: Multiple-based models (Price/Earnings, Price/Cash-flow, Price/Book value, EV/Sales, EV/EBIT, EV/EBITDA), peer group comparisons, historic valuation methods, discounting models, sum-of-the-parts-approaches, substance-valuation methods and swot-analyses. The valuation principles and models are dependent on macroeconomic factors, such as interest rates, exchange rates, raw materials and on basic assumptions about the economy. Besides, the market moods and market sentiment affects the valuation of enterprises. The approaches are based on expectations that

could change rapidly and without advance warning according on developments specific to individual branch. The valuation results and fair values derived from the models might therefore change accordingly.

The ratings are the evaluation results and refer to a fair value pricing reflecting a time-horizon of up general relate to a twelve-months. Nevertheless, evaluation results are subject to changing market conditions and constitute merely a snapshot. The evaluation results and fair values may be reached faster or slower than expected by the analysts. The results and fair values may to be scale upwards or downwards.

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH uses the following rating model:

BUY:	Based on our analysis, we expect the stock to appreciate and produce a total return of at least 10% over the next twelve months
ACCUMULATE:	Based on our analysis, we expect the stock to appreciate and produce a total return between 5%- 10% over the next twelve months
HOLD:	Based on our analysis, we expect the stock to produce a total return between -5% and +5% over the next twelve months
REDUCE:	Based on our analysis, we expect the stock to cause a negative return between -5% and -10% over the next twelve months
SELL:	Based on our analysis, we expect the stock to cause a negative return exceeding -10% over the next twelve months

3. Date of first publication of this document: 13th of October 2015

4. Updates:

A specific update of this document has currently not been set. The research reflects the author's judgement on the date of this publication and is subject to change without any notice. The document might be incomplete or reduced and it may not contain all information concerning the company covered. It is in the sole decision of DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH whether and when a potential update of this research is made.

III. Disclosures about potential conflicts of interest:

The business model of DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH is based on economic relationships with issuer company and equity transactions to be performed relating to the issuer's stock. Dr. Kalliwoda Research has entered into an agreement about the creation of this document with the company which is, or whose financial instruments are the issue of this research.

Conflicts of interest may be in existence with employees of DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH who are the authors of this document as well as other persons that were involved in the preparation of this research or related parties.

Following conflicts of interest might exist:

1. DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties might have a major shareholding (holding more than 5%) of the share capital of the issuer that is, or whose financial instruments are, the subject of the research.
 2. DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties are possibly holders of instruments that are mentioned in this research (or that are linked to these instruments) or might become holders and could regularly trade the issuer's securities or securities based on these issues as principal or agent.
 3. DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties could have participated in leading a consortium for the issuer via a public offering of the financial instruments that are the subject of this research.
 4. DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties might have been party to an agreement on the provision of investment banking services with the issuer which is the subject of this research, or have received services or a pledge to perform under the terms of such an arrangement during the same period.
 5. DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties may have other substantial economic interests concerning to the issuer which is the subject of this research.
 6. DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties might have been party to an agreement with the company, which is the subject of this research, resulting in receiving the compensation for preparation of this research.
 7. DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH employees or other persons that were involved in the preparation of this document or related parties received the feedback concerning the company profile and SWOT from the company, which is the subject of this research, before publishing this report to the public.
-
-

<p>Important: Please get familiar with possible risks and possible conflicts of interest in the disclosure and disclaimer at the end of this report, especially for this report: 6 and 7.</p>
--

The analysts have limited access to gain information that possibly could constitute a conflict of interest for the institution DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH keeps insider registers appropriate to sec. 15 WpHG for assignees that normally have approach to inside information. Insiders' dealings appropriate to sec. 14 WpHG categorically are prohibited.

The analysts that composed this research did not receive or acquire shares in the issuer that is the subject of this document at any time. The analysts mentioned above hereby certify that all of the views expressed accurately reflect the individual views about the issuer. No part of the indemnity was, is or will be, directly or indirectly, linked to the evaluation result or views expressed by the analyst in this research.

C. Disclaimer:

This document is published and being distributed by DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH solely for informational purposes and for the personal use by persons in Germany. This research is not intended to be in any form an offer or advice to buy or sell the securities referred to herein. This research is intended to provide information to assist investors in making their own investment decisions. Any decision to purchase any securities of the issuer must be made solely on the basis of the information contained in the offering documents from the issuer relating to such securities and not on the contents hereof. Furthermore, our recommendation may not be fully suitable to every investor, depending on their investment objective, individual financial situation or targeted holding period.

Potential investors should seek professional and individual information and advice before making their investment decisions. This document neither constitutes a contract or any kind of obligation.

Neither this document nor any copy, in whole or in part, thereof may be distributed in any other jurisdiction where its distribution might be restricted by law, and person into whose published this document comes should inform and observe themselves about any such restrictions.

The information within this document has been obtained from sources believed by DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH to be reliable. DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH does not examine the information to be verify and complete, nor warrants its correctness and completeness. Although due attention has been taken in compilation this document, it cannot be excluded that the information given is not complete or the document contains mistakes.

The liability of DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH shall be restricted to gross negligence and wilful misconduct. All aspects penned in this document are those of DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH respectively the authors and subject to modify without notice. Possible faults or incompleteness of this document may be reformed by DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH and do not constitute reasons for liability, neither with regard to indirect nor to direct or consequential losses.

Moreover, DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH does not accept any responsibility and liability for any damage arising from using of this research or its contents or otherwise arising in relation herewith. In each case, the liability and responsibility of DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH is limited to typical, predictable damages and the liability for any direct or indirect losses is excluded.

This document is subject to the laws of the Federal Republic of Germany. Place of jurisdiction is Frankfurt am Main, Germany.

This document or any copy, in whole or in part thereof, may be distributed in any other jurisdiction where its distribution might be restricted by law and persons who have access to this document have to inform and observe themselves about any such restrictions.

In the United Kingdom this document is to be distributed only to persons who are described in Section 11 (3) of the Financial Services Act 1986 (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (as amended). This research may not be distributed and forwarded directly or indirectly to any other group of individuals. The distribution of this document in other international jurisdictions may be restricted by law and individuals who possess this study should inform themselves of any existing restrictions and comply with them.

Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into the United States of America, Canada, Japan or Australia or distributed, directly or indirectly, in the United States of America, Canada, Japan or Australia or to any resident thereof. Any Failure to comply with these restrictions may constitute a violation of United States, Canadian, Japanese or Australian securities laws or the law of any other jurisdiction.

By confirming this document the reader or user agrees and accepts to be bound by all of the foregoing provisions and this disclaimer. Besides, the user accepts not to distribute this document to unauthorized persons. The user of this document compensated DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH for any disadvantages, damages, claims and losses resulting from or in relation with the unauthorized use of this document.

© 2015 DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH, Steinstr. 24, D-64839 Münster und Arndtstraße 47, D-60325 Frankfurt am Main. All rights reserved.