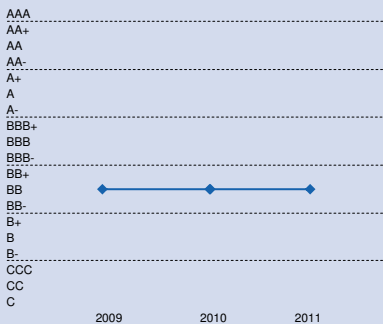


Rating: BB (FSR - PI)*

Entwicklung



Kurzprofil

Die PULSION Medical Systems AG erzielte mit dem Management von Herz-, Kreislauf- und Organfunktionen (Critical Care) sowie der Entwicklung und Vermarktung medizinischer Diagnose- und Therapiemanagement-Systeme (Perfusion) in 2010 mit durchschnittlich 121 Mitarbeitern einen Umsatz von € 31,5 Mio.

Stärken:

- sehr gute Kapitalstruktur
- Wachstumsmöglichkeiten durch Innovationen

Schwächen:

- erneuter Vorstandswechsel
- hohe Fluktuation von Vertriebsmitarbeitern
- Marktpräsenz in globalen Wachstumsmärkten ausbaufähig

Ertragskraft und Rentabilität:

gut

Kapitalstruktur und Verschuldung:

sehr gut

Finanzielle Flexibilität:

befriedigend

Analyse:	Euler Hermes Rating GmbH Gasstraße 18, Haus 2 22761 Hamburg
Datum	08. Dezember 2011
Analyst:	Maike Holzhauer, Senior Rating Analystin
Kontakt:	+49 40 88 34 - 640 maike.holzhauer@eulerhermes-rating.com

* Unbeauftragtes, indikatives Finanzstärkerating auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen; kein Vollrating

Positiver Ertragsentwicklung und sehr guter Kapitalstruktur stehen Risiken durch hohe Personalfuktuation und Führungswechsel gegenüber

Aktuelle Entwicklung

Im Geschäftsjahr 2010 erhöhte sich der Umsatz der Pulsion Medical Systems AG um 11,9 % auf € 31,5 Mio. Hierbei profitierte das Unternehmen u. a. von einem Großauftrag zur Lieferung von Monitoringsystemen für Rumänien im Zusammenhang mit einem Weltbank-Tender. Durch die zur Gewinnung des Tenders gewährten Konditionen schwächte sich die Bruttomarge im Jahr 2010 von 66,4 % auf 65,3 % ab. Das Betriebsergebnis konnte jedoch infolge des fortgeführten Kostensenkungsprogramms von € 2,1 Mio. auf € 4,6 Mio. gesteigert werden. In den ersten drei Quartalen 2011 konnte der Umsatz im Vergleich zum Vorjahr um 5,0 % auf € 24,2 Mio. gesteigert werden. Die Ertragskraft ist als sehr gut zu werten. Positiv hervorzuheben ist darüber hinaus die nach wie vor sehr gute Kapitalstruktur mit einer EK-Quote von 67,9 % per 30.09.2011. Es besteht keine Nettoverschuldung.

Die Unternehmensgruppe hat weiterhin eine hohe Fluktuation von Vertriebsmitarbeitern zu verkraften. Anfang des vierten Quartals 2011 ist der geschäftsführende Direktor für F&E und Operations ausgeschieden. Ein Nachfolger soll ab Anfang 2012 zur Verfügung stehen.

Ausblick

- **Chancen** für die künftige Entwicklung bieten sich durch die Steigerung der Absätze von Verbrauchsartikeln nach Markteinführung der neuen Geräte-Generation Pulsio-Flex. Langfristig bestehen Potenziale durch den Auf- und Ausbau medizinischer Versorgungsstrukturen in den BRIC-Staaten.
- **Risiken** bestehen durch die knappe Haushaltslage der öffentlichen Hand in Europa, Innovations- und Investitionszyklen, der hohen Fluktuation von Vertriebsmitarbeitern, starken Wettbewerb und Preisdruck bei Monitoren, Klagerisiken insbesondere im Zusammenhang mit möglichen Patentrechtsverletzungen sowie Verluste einzelner ausländischer Tochtergesellschaften.
- Auf Basis des dritten Quartals 2011 hat das Unternehmen seine Planung für das Gesamtjahr angepasst. Das Umsatzwachstumsziel wurde von 8,0 % auf 4,0 % gesenkt. Die EBIT-Marge soll sich bei 18,0 % stabilisieren.

Finanzkennzahlen

Finanzkennzahlen	2008		2009		2010	
	PULSION AG	Peer-group*	PULSION AG	Peer-group*	PULSION AG	Peer-group*
EBITDA-Marge (%)	8,5	12,6	7,4	15,8	19,4	16,3
Gesamtkapitalrent. (%)	1,6	5,6	7,9	10,0	17,7	10,2
ROCE (%)	1,9	10,8	12,7	14,3	29,1	15,6
Cashflow-ROI (%)	9,5	12,6	7,8	14,1	23,4	16,8
Eigenkapitalquote (%)	62,4	57,7	61,0	61,2	60,3	56,0
Verschuldungsgrad (%)	6,7	15,7	0,0	9,1	0,0	14,2
Gesamtverb./ EBITDA	4,0	7,2	5,0	5,8	1,7	1,6
Nettofin.verb./ EBITDA	0,5	1,7	0,0	0,8	0,0	0,2
EBIT-Zinsdeckung	1,7	10,5	14,4	13,1	58,7	18,8
EBITDA-Zinsdeckung	12,3	16,1	14,4	19,2	78,2	27,4

* aap Implantate, MeVis Medical Solutions, Eckert & Ziegler, biolitec, Carl Zeiss Meditec, Geratherm Medical, Medisana, HumanOptics Medical, PULSION Medical System, Stratec Biomedical Systems, W.O.M. World of Medicine, United Medical Systems

Ertragskraft und Rentabilität

- Sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen wurden analytisch um nicht nachhaltige Positionen bereinigt. Im Betrachtungszeitraum wurden einmalige Erträge aus Sale-and-Lease-Back-Transaktionen, Zuwendungen der öffentlichen Hand und Ausbuchungen von Verbindlichkeiten bereinigt (2008: € 0,5 Mio., 2009: € 0,4 Mio., 2010: € 0,4 Mio.). Weiterhin wurden einmalige Aufwendungen aus der Wertminderung immaterieller Vermögensgegenstände in den außerordentlichen Bereich gegliedert (2008: € 0,2 Mio., 2009: € 0,1 Mio., 2010: € 0,5 Mio.). Darüber hinaus wurden Währungsgewinne und –verluste zu Analyse Zwecken dem betrieblichen Ergebnis zugeordnet. Im Q3/2011 konnten aufgrund der verfügbaren Informationen noch keine Bereinigungen vorgenommen werden.

Struktur Gewinn- und Verlustrechnung	2008		2009		2010		Veränderung zum VJ (%)		Q3/2011	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009	2010	T€	%
Umsatzerlöse	27.962	100,0	28.141	100,0	31.492	100,0	0,6	11,9	24.153	100,0
Umsatzkosten	9.208	32,9	9.448	33,6	10.931	34,7	2,6	15,7	7.168	29,7
Bruttoergebnis vom Umsatz	18.754	67,1	18.693	66,4	20.561	65,3	-0,3	10,0	16.985	70,3
Sonstige betriebliche Erträge	407	1,5	345	1,2	360	1,1	-15,2	4,3	571	2,4
Vertriebskosten	12.972	46,4	10.149	36,1	9.747	31,0	-21,8	-4,0	7.193	29,8
F&E-Kosten	3.525	12,6	4.505	16,0	3.956	12,6	27,8	-12,2	2.620	10,8
Allgemeine Verwaltungskosten	2.172	7,8	2.229	7,9	2.427	7,7	2,6	8,9	2.227	9,2
Sonst. betriebl. Aufwendungen	226	0,8	88	0,3	143	0,5	-61,1	62,5	308	1,3
Betriebsergebnis (EBIT)	266	1,0	2.067	7,3	4.648	14,8	677,1	124,9	5.208	21,6
Finanzergebnis	-105	-0,4	-112	-0,4	-47	-0,1	6,7	-58,0	-16	-0,1
davon Zinsaufwand	193	0,7	144	0,5	78	0,2	-25,4	-45,8	31	0,1
Ergeb. d. gew. Geschäftstätigkeit.	161	0,6	1.955	6,9	4.601	14,6	1.114,3	135,3	5.192	21,5
Ergebnis vor Steuern	474	1,7	2.280	8,1	4.528	14,4	381,0	98,6	5.192	21,5
Konzernergebnis	-650	-2,3	562	2,0	2.794	8,9	-186,5	397,2	4.269	17,7

- Die Geschäftsentwicklung **2010** wurde durch einen Großauftrag (Weltbank-Tender: Lieferung von Systemen zum Patientenmonitoring nach Rumänien) positiv beeinflusst, so dass der Umsatz um 11,9 % auf € 31,5 Mio. stieg. Der Umsatz entfällt mit € 19,8 Mio. (Vj. € 18,1 Mio.) auf Einmalartikel des Segments Critical Care, mit € 3,9 Mio. (Vj. € 3,1 Mio.) auf Arzneimittel zur Diagnostik und Therapie des Segments Perfusion sowie mit € 7,8 Mio. (Vj. € 6,9 Mio.) auf Monitore in beiden Segmenten. Kernmarkt ist die Region D-A-CH mit einem Umsatzanteil von 44,4 % (Vj. 45,9 %). Insgesamt werden 85,4 % der Umsätze in Europa Erlöst. Daneben konnte der Umsatz in den USA auf € 1,6 Mio. (5,0 % Umsatzanteil) und in den BRIC-Staaten auf € 2,5 Mio. (7,9 % Umsatzanteil) gesteigert werden.
- In **2010** sank die Bruttomarge auf 65,3 % (Vj. 66,4 %), was auf den Weltbank-Tender zurückzuführen ist. Weitere Erfolge im Kostensenkungsprogramm und Prozessoptimierungen führten insgesamt zu einem deutlich verbesserten Betriebsergebnis (€ 4,6 Mio. gegenüber € 2,1 Mio. im Vorjahr) und einer EBIT-Marge von 14,8 % (Vj. 7,3 %). Die Kennzahlen zur Ertragskraft stellen sich 2010 sehr gut dar, wobei die Nachhaltigkeit noch bewiesen werden muss.
- In **Q1-Q3/2011** ist der Geschäftsverlauf verhaltener als im Vorjahr, was zum Teil auf das Sondergeschäft mit der Weltbank in 2010 zurückzuführen ist. Außerdem haben sich Aufträge in das vierte Quartal 2011 verschoben. Der kumulierte Umsatz stieg um 5,0 % auf € 24,2 Mio. Die Bruttomarge ist aufgrund einer positiven Entwicklung im Kunden- und Produktmix auf 70,3 % gestiegen. Außerdem hat die Umgliederung von Kostenstellen aus dem Bereich Produktion zur Erhöhung der Bruttomarge beigetragen. Die EBIT-Marge ist weiter auf 21,6 % gestiegen. Der Bereich Perfusion steuert eine EBIT-Marge von 28,8 % bei und soll in 2012 weiter ausgebaut werden. In den Vertriebskosten sind allerdings die Personalkosten durch eine erneut hohe Fluktuation von Vertriebsmitarbeitern (33,0 %) vergleichsweise gering, so dass sich mit Neueinstellungen der Anteil der Vertriebskosten zukünftig wieder erhöhen und das EBIT entsprechend belastet wird.
- Durch den Abbau der Finanzverschuldung und die gestiegene Liquidität hat sich das Finanzergebnis gegenüber dem Vorjahr verbessert. Im Q3/2011 lag das Finanzergebnis auf Vorjahresniveau.

Kapitalstruktur und Verschuldung

- In der analytischen Betrachtung der Kapitalstruktur wurden immaterielle Vermögensgegenstände um 20,0 % bereinigt (2008: € 0,7 Mio., 2009: € 0,8 Mio., 2010: € 0,8 Mio., Q3/2011: € 0,8 Mio.) und das Eigenkapital entsprechend vermindert. Sonstige finanzielle Verpflichtungen aus Leasing wurden mit dem Barwert (pauschal 80,0 %; 2008: € 1,8 Mio., 2009: € 1,6 Mio., 2010: € 1,2 Mio., Q3/2011 geschätzt: € 1,2 Mio.) den Sachanlagen und den Finanzverbindlichkeiten zugerechnet.

Strukturbilanz	31.12.2008		31.12.2009		31.12.2010		Veränderung zum VJ (%)		30.09.2011	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009	2010	T€	%
Bilanzsumme	24.969	100,0	26.593	100,0	26.107	100,0	6,5	-1,8	28.340	100,0
Langfristige Vermögenswerte	11.140	44,6	10.265	38,6	9.857	37,8	-7,9	-4,0	9.854	34,8
<i>davon Sachanlagevermögen</i>	7.938	31,8	6.842	25,7	6.232	23,9	-13,8	-8,9	6.328	22,3
Kurzfristige Vermögenswerte	13.829	55,4	16.328	61,4	16.250	62,2	18,1	-0,5	18.486	65,2
<i>davon liquide Mittel</i>	3.163	12,7	4.749	17,9	4.851	18,6	50,1	2,1	7.275	25,7
Eigenkapital	15.573	62,4	16.231	61,0	15.742	60,3	4,2	-3,0	19.240	67,9
Langfristige Verbindlichkeiten	4.295	17,2	4.042	15,2	4.558	17,5	-5,9	12,8	3.443	12,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	5.101	20,4	6.320	23,8	5.807	22,2	23,9	-8,1	5.657	20,0
<i>davon Finanzverbindlichkeiten</i>	4.278	17,1	3.318	12,5	1.895	7,3	-22,4	-42,9	1.624	5,7

- Per **31.12.2010** sank die Bilanzsumme entgegen der Geschäftsentwicklung leicht um 1,8 % auf € 26,1 Mio. Dabei reduzierte sich das Sachanlagevermögen abschreibungsbedingt um € 0,6 Mio. Die kurzfristigen Vermögenswerte waren insgesamt auf Vorjahresniveau. Das wirtschaftliche Eigenkapital sank in 2010 durch den Erwerb der Minderheitenanteile der Tochtergesellschaft in Großbritannien (€ 0,8 Mio.) und Aktienrückkäufe (€ 2,5 Mio.) auf € 15,7 Mio. (Vj. € 16,2 Mio.). Die Eigenkapitalquote (60,3 %) verbleibt auf einem sehr guten Niveau. Die Finanzverbindlichkeiten konnten plangemäß zurückgeführt werden. Es besteht keine Nettofinanzverschuldung. Die Verschuldungskennzahlen sind insgesamt als sehr gut zu werten.
- Im **Q3/2011** ist die Bilanzsumme um 8,5 % auf € 28,3 Mio. gestiegen. Das Eigenkapital stieg durch den anteiligen Jahresgewinn auf € 19,2 Mio. Die liquiden Mittel erhöhten sich durch den positiven Cashflow um € 2,5 Mio. auf € 7,3 Mio. Die Finanzverschuldung war weiter rückläufig und betrug zum 30.09.2011 € 1,6 Mio.

Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Cashflow in T€	2008	2009	2010	Q3/2011
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	986	3.977	6.523	4.769
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-2.062	-1.696	-2.192	-1.280
Free Cashflow	-1.076	2.281	4.331	3.489
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-1.058	-632	-4.184	-1.005

- In **2010** ist der operative Cashflow auf € 6,5 Mio. (Vj. € 4,0 Mio.) gestiegen, dabei haben der verbesserte Geschäftsverlauf wie auch die Reduzierung des Net Working Capitals zu höheren Mittelzuflüssen als im Vorjahr geführt. Die Mittelabflüsse für die Investitionstätigkeit sind gegenüber dem Vorjahr auf € 2,2 Mio. (Vj. € 1,6 Mio.) gestiegen, investiert wurde in immaterielle Vermögenswerte (Weiter- und Neuentwicklung von Produkten, Neuzulassungen). Dem Free Cashflow von € 4,3 Mio. steht ein negativer Cashflow aus Finanzierungstätigkeit in Höhe von € 4,2 Mio. (Vj. € 0,6 Mio.) gegenüber, der für den Rückkauf eigener Aktien (€ 2,5 Mio.), den Erwerb der Minderheitsanteile der Tochtergesellschaft in Großbritannien (€ 0,8 Mio.) und höhere Tilgungen auf Bankdarlehen verwendet wurde.
- Im **Q1-Q3/2011** ist der operative Cashflow um € 1,2 Mio. niedriger als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Den Mittelzuflüssen aus dem verbesserten Geschäftsverlauf standen Mittelabflüsse aus dem Aufbau des Net Working Capitals gegenüber. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit ist auf Vorjahresniveau, wobei in 2011 hauptsächlich in Leih- und Ausstellungsmonitore investiert wurde. Im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit sind Auszahlungen aus Aktienrückkäufen in Höhe von € 0,7 Mio. enthalten.
- Zum **31.12.2010** konnte die PULSION Medical Systems AG über Kreditlinien in Höhe von € 0,5 Mio. verfügen, die zum Stichtag nicht in Anspruch genommen waren. Angaben zu den aktuell in Anspruch genommenen Kreditlinien liegen uns nicht vor. Per **30.09.2011** standen dem Unternehmen liquide Mittel in Höhe von € 7,3 Mio. zur Verfügung. Das Unternehmen verfügt somit über eine befriedigende finanzielle Flexibilität.

Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
AAA	AAA gerateten Einheiten wird die höchste Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen und diese können als "erstklassig" bezeichnet werden. Obwohl sich die verschiedenen Sicherungselemente durchaus verändern können, wird dies – sofern abschätzbar – aller Wahrscheinlichkeit nach die fundamental starke Stellung der betreffenden Einheit nicht beeinträchtigen.
AA	AA gerateten Einheiten wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Einheiten bildet diese Gruppe die sog. "Güteklasse". Sicherheitsmargen können jedoch vergleichsweise geringer sein, die Ausprägung der Sicherungselemente stärker schwanken oder einzelne Bewertungskomponenten können auf ein langfristig größeres Risiko hinweisen, als dies bei AAA klassifizierten Einheiten der Fall ist.
A	A gerateten Einheiten wird eine hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Sie weisen viele günstige zukunftsichernde Eigenschaften auf. Gleichwohl können einzelne Faktoren vorliegen, die eine leicht erhöhte Anfälligkeit für Verschlechterungen von Umständen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Zukunft erkennen lassen.
BBB	BBB gerateten Einheiten wird eine angemessene Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Es ist jedoch gegenüber A gerateten Einheiten eher wahrscheinlich, dass Verschlechterungen von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Fähigkeit, finanzielle Verpflichtungen zu erfüllen, schwächen können.
BB	BB geratete Einheiten besitzen noch ausreichende zukunftsichernde Strukturen. Sie sind jedoch größeren Unsicherheiten ausgesetzt. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen können dazu führen, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
B	B gerateten Einheiten fehlen üblicherweise zukunftsichere Strukturen. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führen mit höherer Wahrscheinlichkeit dazu, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
CCC	CCC geratete Einheiten haben Strukturen, welche die Zukunftssicherheit stark gefährden. Der Kapitaldienst ist gefährdet. Um ihren finanziellen Verpflichtungen nachhaltig nachzukommen ist die betreffende Einheit auf die günstige Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angewiesen.
CC	CC geratete Einheiten weisen eine sehr geringe Zukunftssicherheit auf. Der Kapitaldienst ist stark gefährdet.
C	C geratete Einheiten haben die geringste Zukunftssicherheit von allen. Entsprechende Schuldner haben extrem schlechte Voraussetzungen, um ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Ein Ausfall ist unmittelbar bevorstehend.
D	D geratete Einheiten weisen bereits einen Ausfall auf oder haben einen Insolvenzantrag gestellt. Das D-Rating ist nicht zukunftsgerichtet, sondern dokumentiert den Ist-Zustand.
SD	Wenn ein Emittent bezüglich einer bestimmten finanziellen Verbindlichkeit oder Klasse von Verbindlichkeiten ausfällt, jedoch weiterhin fristgerecht seinen Zahlungsverpflichtungen aus anderen finanziellen Verbindlichkeiten oder Klassen von Verbindlichkeiten nachkommt, wird der Emittent mit SD (Selective Default) eingestuft.
NR	Ein Schuldner oder eine Emission, die von Euler Hermes Rating nicht geratet wurde, wird als NR (Not Rated) eingestuft.
PLUS (+) MINUS (-)	Ratingnotationen von AA bis CCC werden mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) bei Bedarf ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.

Siehe auch Ausfalldefinition in der Ratingmethode der Euler Hermes Rating GmbH unter: www.eulerhermes-rating.com

Disclaimer

Das vorliegende Rating wurde auf Basis der EHRG-Ratingmethodik vom August 2010 erstellt, die unter www.eulerhermes-rating.com abrufbar ist. Der Ratingbericht wurde auf Basis öffentlich verfügbarer Geschäftsberichte, Ad Hoc Meldungen und allgemeiner Marktinformationen erstellt. Euler Hermes Rating hält die Qualität der über das geratete Unternehmen verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Das geratete Unternehmen oder mit ihm verbundene Dritte waren nicht in den Ratingprozess eingebunden und Euler Hermes Rating hatte keinen Zugang zu den Büchern oder zu anderen einschlägigen internen Dokumenten des gerateten Unternehmens oder eines mit ihm verbundenen Dritten. Das Rating wurde dem gerateten Unternehmen oder dem mit ihm verbundenen Dritten mitgeteilt und nach der Mitteilung vor seiner Veröffentlichung nicht geändert.

Der Ratingbericht ist nicht als Empfehlung zur Teilnahme an bestimmten Fazilitäten zu verstehen. Jeder Empfänger der Informationen muss seine eigene unabhängige Analyse, Kreditbeurteilung und sonstige Prüfungen und Bewertungen durchführen, die zur abschließenden Entscheidung über eine Teilnahme an bestimmten Fazilitäten üblich und notwendig sind.

Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Bericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen kann nicht gewährleistet werden, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Euler Hermes Rating GmbH übernimmt keine Verpflichtung und Haftung für die Vervollständigung der Informationen.

Die Verbreitung dieses Ratingberichts in bestimmte Jurisdiktionen könnte gesetzlich verboten sein. Dementsprechend werden Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Euler Hermes Rating GmbH übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichts in irgendeiner Jurisdiktion.